全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HZ BOOKS
华章经管
WILEY

首创价值投资新视角

打破“永续经营”假设，关注资产重组与业务转型

马丁·惠特曼的价值投资方法

回归基本面

Value Investing A Balanced Approach

华章经典·金融投资

MARTIN J. WHITMAN

〔美〕马丁 J. 惠特曼 著
白钦先 杨涤 马力 译

Martin J. Whitman



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户



马丁·惠特曼的价值投资方法

回归基本面

Value Investing A Balanced Approach

华章经典·金融投资

MARTIN J. WHITMAN

〔美〕马丁 J. 惠特曼 著
白钦先 杨涤 马力 译


机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户 理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

马丁·惠特曼的价值投资方法：回归基本面 /（美）惠特曼（Whitman, M.J.）著；白钦先，杨涤，马力译 .—北京：机械工业出版社，2013.9
（华章经典·金融投资）
书名原文：Value Investing: A Balanced Approach

ISBN 978-7-111-44062-8

I. 马… II. ①惠… ②白… ③杨… ④马… III. 金融投资 IV.F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 217272 号

版权所有·侵权必究
封底无防伪标均为盗版
本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2013-6497

Martin J.Whitman .Value Investing: A Balanced Approach.

Copyright © 1999 by Martin J.Whitman.

This translation published under license.Simplified Chinese translation copyright © 2013 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

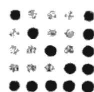
本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签，无标签者不得销售。

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）
责任编辑：黄姗姗 版式设计：刘永青
北京诚信伟业印刷有限公司印刷
2013 年 10 月第 1 版第 1 次印刷
170mm × 242mm · 17.75 印张
标准书号：ISBN 978-7-111-44062-8
定 价：49.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261 88361066 投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294 88379649 68995259 读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前　言
Foreword

本书是我在耶鲁大学管理学院多年任教的课程中自然衍生的一项成果。我所教授课程的名称中大部分有“投资”一词，也有一些课程涉及重组问题公司和投资银行。由于这三个问题密切相关，因此本书都将予以讨论。

就某种重要意义而言，本书的多数读者是理智、消极的投资人，他们获取普通股，因为他们希望从一家永久性或非永久性公司得到股息。本书并不适于那些获取普通股是为了或迟或早（通常是很快）再出售给其他人的投机者。

要成为一名理智、消极的投资人不仅要了解一般金融环境，而且要了解投资过程中其他的参与者是谁？他们为什么这样做？他们的问题是什么？他们的利润是多少？在投资过程中，其他参与者大部分是积极的，而不是消极的。

本书第一部分，将首先描述什么是价值投资，然后与其他投资理念、理论金融、格雷厄姆－多德基础因素分析以及传统分析相比较。其中多数经纪公司研究部门的卖方分析家和从事资产管理的买方分析家在实际交易中似乎更多地使用传统分析。

本书第二部分，将通过对公司估价、证券的实质性特征、资本结构、发起人和专业人员的报酬、财务会计的使用与限制、信息披露的使用与限制以及语义学的重要性等几个分析题目的讨论来阐述价值投资的基本原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分涵盖了资产转换。其中第 12 章通过描述一家理论意义上公司各种资产的转换行为，阐释了投资银行的各种业务：杠杆收购、首次公开发行、无力偿付、敌意接管、溢价并购。第 13 章概括了股票市场的积极参与者批量购买股票所使用的方法和他们事先要考虑的种种因素。第 14 章回顾了问题公司的重组，最后一章讲述了定价、股东诉讼经济学与法定评估经济学、首次公开发行、杠杆收购、管理层收购和公司股票回购的实际操作。

如果读者已经掌握了一定的经济原理，就比较容易理解本书的内容。

- 除风险套利外，本书并不涉及交易。就本书目的而言，风险套利仅存在于某个特定时期具有决定性意义预测事件发生了的情况中。
- 价值投资的目标是决定公司价值和可能的变化原因，它们都不依赖于公司发行普通股的交易价格。与此相反，其他消极投资原理的目标是估测普通股在外部消极小投资人（outside passive minority investors，OPMI）构成的市场上能够抛售的价格。
- 价值投资中，公司与它的股东之间并没有实质性合并。公司是一个单独的个体，与它的股东毫不相关。
- 所有财务关系，包括公司之间、管理人员之间、股东之间的关系，都有共同利益和利益冲突。
- 公司估价很复杂，包括资产质量、资产数量和创造长期财富。其他投资原理中估价的重点是预测收益流量或现金流量的贴现值。控股证券在本质上与 OPMI 证券不同，它们是在不同的市场、利用不同的估价方法、由不同的人进行交易的证券。
- 所有市场都趋于有效。然而，大多数市场不能达到瞬时效率。在众多市场中，大多数参与者都有可能长期获得高于他们的成本的超额收益。

本书不是专门针对一般 OPMI 而写的。深刻领悟本书的思想，对于

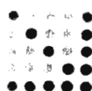
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司管理人员、投资银行家、经济学家以及从事理论金融的学者、会计师和律师都是有价值的。许多人把本书视为对理论金融的直接攻击，有一定的道理。理查德 A. 布雷利（Richard A.Brealey）和斯图尔特 C. 迈尔斯（Stewart C.Myers）在他们关于金融理论的著作《公司财务原理》（*Principles of Corporate Finance*）[⊖]前言中写道：“阅读本书除了代数和英语以外不需要其他知识，然而，掌握会计、统计和微观经济学的一些基本知识对于理解本书是有帮助的。”事实上，阅读本书并不需要代数知识，只需对会计原理有较深的理解。

马丁 J. 惠特曼

⊖ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目 录
Contents

前言

第一部分
投资过程中使用的不同方法 / 1

第1章 什么是价值投资 / 2
1.1 控制投资方法的优势 / 10
1.2 OPMI 的投资优势 / 11
1.3 价值投资的基本概念 / 14

第2章 理论金融：有效市场假说和有效资产组合理论 / 33
2.1 实质性合并是最重要的 / 36
2.2 结构从属是一个重要因素 / 39
2.3 均衡定价是普遍适用的 / 42
2.4 OPMI 市场是唯一的相关市场 / 49
2.5 投资分散化是防范非系统风险的一种必要保护 / 50
2.6 存在系统性风险 / 51
2.7 价值由贴现现金流量的预计值决定 / 52
2.8 将公司基本视为持续经营企业，将持有可流通证券的投资人视为投资公司 / 53
2.9 投资人是单一的：他们一致的目标是连续获取风险调整后的总收益 / 56

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.10 市场效率意味着缺少一贯地或持续地获取超额收益的市场参与者 / 57
2.11 普遍规律是重要的 / 60
2.12 风险被限定为市场风险 / 63
2.13 宏观因素是重要的 / 63
2.14 债权人控制是一个并非问题的问题 / 64
2.15 交易成本是一个并非问题的问题 / 65
2.16 自由市场优于有管制的市场 / 65
2.17 OPMI 市场比任何单个投资人能获得更多的信息 / 67
2.18 市场是有效率的或者至少是趋于瞬时效率 / 68
第3章 格雷厄姆－多德基础因素分析 / 69
3.1 市场风险与投资风险 / 72
3.2 信用分析 / 73
3.3 宏观因素 / 74
3.4 微观因素 / 76
3.5 几点结论 / 81
第4章 经纪人－交易商的研究部门与一般资产管理人 / 83
4.1 研究部门和一般资产管理人如何思考 / 84
4.2 研究部门和一般资产管理人面临的问题 / 87
4.3 结论 / 97

第二部分
现实世界状况 / 99

第5章 公司估价 / 100
5.1 价值投资与成长股 / 111
5.2 价值投资与卖方 / 111
第6章 证券的实质性特征 / 114
第7章 资本结构 / 127
7.1 从公司前景观点看资本结构 / 127

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.2 影响资本结构的因素 / 132

7.3 稳健的资本结构 / 139

第8章 发起人和专业人员的报酬 / 141

8.1 对价值投资很重要的市场 / 142

8.2 在许多市场上随处可见的超额利润 / 142

8.3 产生超额利润的原因 / 143

8.4 在金融界赚取超额利润 / 146

8.5 缺少外部制约的市场 / 147

8.6 有效率的发起人懂得“知道对象是谁”和“知道该如何做”的重要性 / 154

8.7 超额利润的智力难题 / 155

第9章 财务会计的使用及其局限性 / 156

9.1 传统方法 / 157

9.2 用作客观依据的财务会计报告 / 160

9.3 出于特殊目的而使用 GAAP / 165

9.4 把 GAAP 当成节省精力和减少调查的向导图 / 166

第10章 叙述性信息披露的使用和局限性 / 174

第11章 语义辨析 / 177

11.1 是投机者还是投资者 / 178

11.2 是公司、管理层、普通股还是普通股持有人 / 178

11.3 是价值还是价格 / 179

11.4 谁是债权人 / 180

11.5 什么是安全边际 / 181

11.6 什么是风险 / 181

11.7 总是存在权衡吗 / 182

11.8 投资人保护是否等于公众利益 / 185

11.9 接受人所得的利润价值是否等同于公司的成本 / 185

11.10 进入资本市场是免费或低成本的吗 / 185

11.11 信息能及时地反映在市场价格上吗 / 185

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.12 管理层是为股东的最大利益而工作吗 / 186
11.13 不知道信息没有代价吗 / 186
11.14 价格机制扭曲导致生产率下降吗 / 186
11.15 价值投资中存在完美吗 / 186
11.16 公布破产倒闭文件有坏处吗 / 187
11.17 市场监管不好吗 / 187
11.18 在有效率的市场上每个人都可以赚取额外利润吗 / 187
11.19 价格高估的普通股就一定表现不好吗 / 187
11.20 所得税税率是衡量税务负担的标准吗 / 188
11.21 市场上有蠢人吗 / 188
11.22 GAAP 能准确地反映实际情况吗 / 188
11.23 收入和现金流动哪一个优先考虑 / 188
11.24 多数公司的目的是创造收入吗 / 189
11.25 目前美国的存款机构比以前要健康吗 / 190

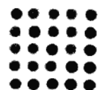
第三部分
资产转换 / 191

第12章 一个简化例子 / 193
12.1 XYZ 公司传奇 / 193
12.2 结论 / 200
第13章 批量收购证券 / 201
13.1 普通股收购的方法 / 202
13.2 现金收购普通股 / 203
13.3 通过证券交换来收购表决股票 / 209
第14章 重组问题公司 / 214
14.1 自愿交易 / 220
14.2 用破产法第 11 章中的常规方法寻求债务免除 / 221
14.3 事前计划好的破产重组 / 225
14.4 信用工具的评估 / 227

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14.5 破产法第 11 章的背景 / 228
14.6 购买凯马特公司债务的深层原因 / 229
第15章 其他资产转换问题 / 236
15.1 定价 / 236
15.2 股东法律诉讼经济学 / 244
15.3 法律裁定经济学 / 248
15.4 首次公开发行 / 249
15.5 杠杆收购、管理收购、私募和股票回购 / 252
15.6 红利和股票回购 / 253
附录 15A / 255
结束语 对“价值投资”的评价 / 261

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一部分
Part 1

投资过程中使用的不同方法

HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章
Chapter1

什么是价值投资

对于我们中的大多数人而言，困难并不在于创造新的观念，而是如何摆脱随着我们成长而根深蒂固地蔓生于我们头脑中每一个角落的旧观念。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

价值投资不同于其他类型的投资，与技术性分析和图表分析也完全不相关。价值投资的基本方法和目标迥异于理论金融中所讨论的有效市场假设（efficient market hypothesis，EMH）与有效资产组合理论（efficient portfolio theory，EPT）的方法和目标，也迥异于本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）、戴维·多德（David Dodd）和西德尼·科特（Sidney Cottle）等人在不同版本的《证券分析》（*Security Analysis*）中进行基本因素分析所使用的方法和目标，尽管它们使格雷厄姆与多德声名鹊起。同时，它也不同于一般资产管理人、经纪人/交易商雇用的研究人员进行证券分析的“看家本领”。这些根本差异主要体现在以下7个方面。

（1）价值投资采用均衡分析的方法，在估价时没有任何一个因素处于绝对重要的地位。用会计学术语说，价值投资认为每一个会计数字都同等重要，因为每一个会计数字都源自所有其他会计数字，即是所有其他会计数字的函数，并且因它们而修正，所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有会计数字作为综合的统一体来考察。一家企业拥有资源的数量和质量与它长期财富创造潜力都是价值投资中的重要因素，并且彼此密切相关。如果现存的大量优质资产不能产生营业利润、增加现金流量或提高潜在接管价值、进而创造未来财富的话，那么，要么这些资产就根本不存在，要么即使存在其运用也是不恰当的。如果未来收益或现金流量不能创造财富（即公司、股东各自拥有的或者共有的资源），那么这些收益最初也不是真实的。

与价值投资的三重分析方法不同，理论金融、格雷厄姆与多德以及一般资产管理人所采用的分析方法注重对未来流量的预测，不管是现金流量、报告利润还是调整利润，或者是这 3 种流量的综合评估。由于未来流量评估的重要性不断提高，使得其他的会计数字、特别是资产负债表中数据的重要性出现相对下降。

（2）在价值投资中，实质目标是评估一家企业或对问题公司所发行证券的走势进行预计。在其他方法中，目标是预测在外部消极小投资人（OPMI）为主体的市场中证券能够卖出的价格。在预测证券市场价格时，企业价值可能是一个需要考虑的因素，但它从来不是唯一的，而常常是一个无足轻重的因素。

（3）在价值投资中，除风险套利外，通过股票控股企业被看成永久性或半永久性承诺。只有在某一特定时期具有决定意义的预测事件发生时，风险套利这种例外情况才会发生，比如一项兼并交易被公开宣布后。在其他方法中，由于重点放在短期市场价格表现上，因而股票投资被视为一种交易工具。

（4）价值投资不注重诸如股票平均指数水平（例如，道琼斯工业指数）、预期利率水平或国内生产总值（GDP）等宏观因素。它把重点严格限定在对公司有长期特殊影响的微观因素上。在其他方法中，通常首要考虑的因素是宏观因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（5）在价值投资中，作为均衡分析的一部分，企业既被看作一个持续经营者，又被看作一个资源转换者，可以将资产和负债配置或重新配置到新的领域，如并购、控制权变动、巨额再融资、首次公开发行（IPO）、杠杆收购（LBO）。其他方法则趋向于把公司严格限定为在特定产业从事日常经营的、按照典型的方式进行融资和管理的持续经营者。

（6）在价值投资中，公司分析与市场分析被认为是毫不相关、截然不同的两种方法。在其他方法中，公司分析与市场分析几乎总是相互交织在一起。在公司资本没有受到永久性损害的任何情况下，价值投资将一种证券价格的一次下跌视为一种暂时的现象，而在其他方法中，一次价格的下跌被视为价值的损失。

（7）在价值投资中，分析者在评判证券时特别需要价格意识。在其他方法中，更注重前景意识，而不是价格意识。一般资产管理人就是依据一般或特定的前景分析做出投资决策的。而在价值投资中，资产的配置则取决于价格和一个企业的3个内在因素之间的关系，这3个内在因素是：资源的质量、资源的数量与长期财富创造潜力。

价值投资所用的工具似乎很一般，但在工业化世界中很重要，这些工具不仅为金融业的交易商所利用，而且大多数私人企业也用这些工具进行企业分析和融资。然而当OPMI投资于公开交易的普通股时，这些工具很大程度上被忽视或被视为不重要。事实上，所有有关投资问题的各种书籍、论文（无论是介绍交易体系、学术专著中的阐释或是格雷厄姆与多德及其追随者所倡导的基础因素分析方法）都直接有助于众多的OPMI。好像所有的商业电视节目、报纸上的文章也直接有助于一种特定的OPMI——普通投资者。在华尔街，价值投资似乎只是那些企图通过投资、进而控制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的投资人使用的一种非主流方法。而在主街（Main Street），大多数公司为个人独立拥有，价值投资的分析方法似乎成为主流方法。

价值投资意味着买入安全、低价的证券。这里所说的安全、低价的证券是基于了解公司状况（即其资源的质量和数量），使用分析技巧的结果，而不是基于相对短期内的流量（比如，在之后的12个月）的预测。安全是指一家企业自身的可生存性，没有任何迹象表明这家企业所发行证券的价格易变。安全性通常由财务状况的良好程度来衡量，如果投资者对诸如普通股的次级证券感兴趣，就要侧重企业的资产质量；如果投资者乐于购买公司债，就要侧重契约保护条款的健全程度、资产覆盖率或收益担保率的合理数量性特征，或者对上述二者进行综合考虑。如果公司是一家私人企业或者接管候选对象，低价则指其普通股的购入价格相当于普通股价值的大的折价。对于一种债务工具而言，低价就是其到期收益率的评估值或预计收益率比一种与该工具具有同等信用风险的信用工具的这两种比率至少多出500个基本点（一个基本点，是1%的1/100，即0.000 1）。

根据安全、低价的含义，1998年11月，在东京证券交易所挂牌上市的丰田自动织机工程有限公司普通股似乎是一种安全、低价普通股的合适例证，原因在于该公司财务状况良好，又以大约35%～40%的折扣买进丰田汽车公司的普通股，该普通股是蓝筹股。丰田自动织机工程有限公司普通股的交易价格大约为每股2 300日元或16.5～17美元。其调整后的、以美元为单位的资产负债表如表1-1所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-1 丰田自动织机工程有限公司资产负债表

（调整后的净资产价值以 1 000 美元为单位）

		6.0 ×	8.0 ×	丰田每股[1]	
• 营业收入	251 570	1 509 420	2 012 560		
减：不可转换长期债务		259 917	259 917		
		1 249 503	1 752 643	3.97	5.56
• 192 725 股丰田汽车公司普通股，每股价格 25 美元		4 818 125	4 818 125	15.30	15.30
• 1998 年 11 月 13 日可流通证券剩余投资组合		1 990 129	1 990 129	6.32	6.32
• 丰田作为股份固定投资公司的净资产价值		8 057 757	8 560 897	25.58	27.18
• 丰田公司普通股市场价格 16.59 美元相对于净资产价值折现				35.1%	38.9%

① 调整后已发行股份 315 000，1998 年 11 月 13 日丰田自动织机工程有限公司股票价格 16.59 美元；汇率为 122.65 日元兑换 1 美元。

1995 年 11 ~ 12 月，凯马特公司的优先债券和商业债权是符合安全、低价含义信用工具的合适例证。凯马特公司的情况我们将在本书第 14 章中详细讨论。这些在公募和私募市场上交易的优先证券的平均价格大约为 74 美元。与市场上到期收益率约为 9% 的 BB 级工业股票和到期收益率为 8% 左右的 BBB 级债券相比，这些优先证券的到期收益率平均达到 18% 左右。BBB 是标准普尔投资服务机构信用等级分类中投资级的最低信用级别。标准普尔投资服务机构把 BBB 级信用定义为："一种债券被评定为 BBB 级表示足够的保护参数。然而不利的经济状况或变化的环境很可能导致债务人对所发行证券的财务承诺履行能力的减弱（与评定为 AAA 级、AA 级或 A 级信用相比较）。被评定为 BB 级、B 级、CCC 级和 C 级的债券被认为具有显著投机特征。" BB 级是具有投机特征证券的最高等级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那时问题是凯马特公司是否必须依照美国破产法第 11 章的规定寻求救助。如果凯马特公司确实依第 11 章要求救助，凯马特公司债务利息的所有现金偿付都会终止，但是我认为，如果凯马特公司的状况确实符合破产法第 11 章的规定，它得到救助的可能性极大，重组后凯马特公司证券的预计结果至少会达到 100 美元或者更可能是 100 美元加上应计利息。对最终预计结果的信心在很大程度上基于这些信用债券和交易要求权的优先权。

尽管价值投资者中没有两个人恰好使用完全一样的投资技巧，但是所有价值分析人员所注重的分析变量与目前关于证券分析或公司财务所有文献中所强调的分析变量有很大不同，后者是针对 OPMI 的。文献的另一部分是理论著述，包括有效市场假设、有效资产组合理论、格雷厄姆 - 多德基础因素分析（Graham and Dodd fundamentalism）和现代资本理论（Modern Capital Theory, MCT）的最新发展，如新金融理论[⊖]。另外，价值投资方法与所有技术性行情图分析家的观点完全不同，这些声称能预测和解释市场总体价格水平或在市场上交易的特定证券的价格水平的文献浩如烟海，很受 OPMI 的偏爱。

对于既通晓学术理论（如有效市场假说和有效资产组合理论中的详细阐述），又通晓格雷厄姆和多德在许多著作中描述的传统基本因素分析的人来说，价值投资方法的用处越来越大。例如，有效市场理论适用于一贯以获取风险调整后总收益的最大化为唯一目标的证券交易者（即自始至终）。有些投资人对所持有或考虑持有证券的发行公司知之甚少，格雷厄姆和多德对这些投资人提出严重警告。比较而言，价值投资方法侧重于深刻了解企业、企业

⊖ Robert A. Haugen. *The New Finance: The Case Against Efficient Markets*. Prentice Hall, 1995.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行的证券两个因素或其中一个因素，价值分析人员努力了解其他市场参与者是哪些人，这些参与者为什么这样做以及他们为什么这样解释，这些都是分析过程中的重要部分。

格雷厄姆和多德在1962年版的《证券分析》中阐述了OPMI交易与私人企业市况所依赖的分析方法的差异：

证券分析人员……应充分考虑这些相当惊人的实际情况，只要企业是一家私人企业或合伙制企业，其资产负债表上的资产净值可能就是决定企业价值大小的推算起点，但是一旦它成为一家公众持股公司，即使公众持有的股份仅占全部股份的一小部分，资产净值概念实际上就失去了其全部意义，"价值"几乎唯一取决于预期未来收益。

格雷厄姆和多德敏锐地指出，在评价一家私人企业与估算OPMI持有的普通股的交易价格时，有使用不同变量或赋予同一变量不同权重的强烈倾向。试图控制公司（和公司经营）的价值投资人积极利用公司价值与OPMI市场价格之间的差异套利。他们所使用的套利工具将在本书第三部分予以讨论，在那里将简要地讨论问题公司重组、并购（mergers and acquisition，M&A）、争夺控制权、杠杆收购（LBO）、管理层收购（management buyout，MBO）和首次公开发行（IPO）等问题。

作为消极而非积极的投资人，价值投资人会意识到一家私人企业的价值与OPMI买卖普通股价格之间的不一致。在价值投资方法中，由于OPMI价格与私人企业价值或接管价值之间的差异，最终会发生套利行为；如果企业价值大大高出OPMI市场价格的某一水平，就会发生杠杆收购或并购。另一方面，按照格雷厄姆-多德基础因素分析和有效市场假说，一个基本假设是：在绝大多数情形下，普通股在OPMI为主力的市场上交易的公司仍模糊地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被作为一个持续经营者，一直从事现在所从事的经营，以现有的方式进行管理，以现有的形式持有资产，以现有的方式进行融资。

马丁 J. 惠特曼和马丁·萨比克（Martin Shubik）在 1979 年出版的《进取的稳健投资人》（*The Aggressive Conservative Investor*）一书中对 OPMI 这一概念给出如下定义：作为证券市场参与者的外部消极小投资人，无论是个人还是机构投资人，可以从两个方面与其他投资人相区分。

首先，他们无法单独控制或影响已经持有或准备持有股票的发行企业；其次，他们获得的信息与公众通常可得到的信息并无二致。

私人企业分析比 OPMI 分析赋予资产净值更大的权数是符合逻辑的，也是有效率的。控股人影响着公司资产的使用和融通，而 OPMI 对此没有影响。对这些小投资人来说，没有机会去影响公司资金的运用与重新配置。同样在 OPMI 市场上，有偿付能力的公司所公布的收益情况对其近期股价的影响要远远大于它所公布的资产价值变化情况对此的影响。

最出色的价值分析家，包括沃伦·巴菲特（Warren Buffett）、卡尔·伊坎（Carl Icahn）、特德·福斯特曼（Ted Forstmann）、亨利·克拉维斯（Henry Kravis）、罗恩·佩雷尔曼（Ron Perelman）和理查德·雷恩沃特（Richard Rainwater），都跟踪研究企业价值和企业动态。无可否认，这些优秀的投资人基本上都是积极参与者而不是 OPMI，并且他们的基本分析方法对 OPMI 是十分有意义的。在这些优秀投资人自己的投资行为中，当他们无法对一种证券价格产生影响时，似乎就没有兴趣再预测这种证券价格的变化。此时他们不研究市场的走势，而是去利用市场行情，这样，他们比大多数 OPMI、有效市场假说支持者、格雷厄姆－多德基础因素分析追随者以及所谓新金融的始作俑者所背负的分析负担要轻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多。

理解价值投资方法和技巧对OPMI证券投资者的成功投资有极大的帮助。实际上，对于在平均期限与较长期限之间寻求获取超额收益的OPMI而言，尽管他们是消极的，但价值投资仍是较有希望的方法之一。

即使都采用价值投资分析方法，成功地控制投资方法所获取的收益也要高于利用OPMI投资正常获取的收益。控制投资方法有很多内在的优势，同样，OPMI投资方法也有许多内在的优势。显而易见，大多数投资人永远不能成为控制投资人，但是只要拥有几千美元或自我管理401（k）计划，任何人都能成为OPMI。

1.1 控制投资方法的优势

虽有过于笼统之嫌，但控制投资方法的内在优势，特别对于那些已经获取控制要素的投资者而言，可以概括为以下几点。

（1）控制投资方法创造出很多优势条件，使得控制人能够获得高于直接来自证券所有权的额外报酬。这些优势包括三个方面。

1）离任补偿、薪金、奖金期权、酬金、费用报销、豪华旅行和娱乐福利。

2）为交易融资和处理其有吸引力的高基准值的能力，即使用别人资金的能力（OPM）。

3）创造优越税收环境的能力，即避税港（TS）。

（2）在控制状态下寻求投资机会的过程中，证券买入者通常有能力、资源、时间来做广泛、深入、细致的调查，这比仅仅依赖公开披露的信息更为全面（一个值得注意的例外是敌意接管的情况，潜在接管会遇到缺乏内部信息的障碍）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）控制投资方法使投资人能够影响、控制公司的生产、经营与投资，其中任何一项都使控制投资人有机会通过改变利用或拥有资产的方式和公司再资本化来创造价值。

（4）控制投资方法使投资人能够获得长期控制权，他们可以决定何时利用有利的 OPMI 市场行情，以及是否完成首次公开发行、私募发行、巨额债务再融资或者全部或部分利用发行普通股进行兼并。

（5）控制投资方法使投资人能够获得自我保护，他们几乎总是有不受约束地利用公司库存证券获得自我保护融通的能力。

（6）控制投资方法使投资人有酬劳其他专业人员（例如投资银行家、律师、会计师）的能力，有对经营公司的人或试图经营公司的人撤销利益或优惠待遇的能力。

1.2 OPMI 的投资优势

尽管控制投资方法有诸多优势，但如果采用与控制投资人所遵循的价值投资相同的基本分析原则，OPMI 也有许多内在优势。大致概括一下，OPMI 有如下优势，即不仅在价格下跌时存在安全边际，而且在价格上升时，可能获得额外长期收益。

（1）OPMI 能够以超低价格获取证券。通常 OPMI 市场上的证券价格仅是用企业价值衡量的公司价值的一小部分。OPMI 市场价格会大大低于、也会大大高于经验丰富的企业管理人员通过谈判达成的价格。例如，1998 年 9 月，就有可能以远远低于专门为高新技术企业融资的第一阶段风险投资家所能获得的价格获取主要半导体设备制造商的普通股。FSI International 普通股、硅谷集团（Silicon Valley Group）普通股和 Speedfam 普通股都有至少相当于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其账面负债95%的现金库存，这些普通股按有形净资产价值的折扣出售，价格不超过1997年该产业受到严重萧条打击之前一两年的最高收益的7倍。

（2）购买证券时，OPMI将投资限定在信誉好、财务状况健康的公司，而这对于控制投资者而言，常常是无法做到的事情。购买信用票据时，OPMI将投资限定于具有健全保护性契约的优先证券，因为其定价使其到期收益率或其事项收益率远远高于平均值。

（3）对于OPMI而言，利用价值投资技巧寻找有吸引力的投资机会，比以往容易得多，且竞争也弱得多。OPMI中的少数人采取购买－持有战略，强调企业资源的质量和数量以及长远发展前景，典型的价值投资人就蕴含其间。大多数OPMI却极为热衷预测企业的近期发展和证券价格水平，对每股报告收益尤为关注。例如，1998年9月，投资者能够以净资产价值30%～75%的折扣价格购买财务状况极为良好的日本非人寿保险公司的普通股，如东京海上火灾保险公司（Tokio Marine Fire Insurance）的普通股，当时这些公司的净资产几乎都是由可交易证券和正常贷款构成。但是OPMI中很少有人对这些证券感兴趣，因为报告收益所反映的近期发展前景很糟糕，而且从长期来看，保险公司的经营也必定面临愈来愈激烈的竞争。

（4）尽管在许多情况下OPMI所能获得的保护远不及控制投资者的自我保护能力有价值，但OPMI可以得到政府、自律组织与非正式法规的规章性保护，这些保护手段会使分别代表OPMI和公司自身利益阶层的诉讼与派生诉讼案件增多。利用价值投资技巧的OPMI可以通过监管当局要求的信息披露、公平交易的市场和受托人与半受托人的微弱理性行为得到相当大的自我保护能力。

（5）OPMI使他们投资具有流动性和可交易性。这意味着在其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他条件相同的情况下，OPMI 失误的可能性远远低于控制投资人。

（6）在都使用价值投资技巧的条件下，OPMI 对既定情况的分析比控制投资人容易得多。OPMI 仅仅需要从价格、价值角度鉴别有吸引力的证券，而控制投资人则不仅需要鉴别有吸引力的情况（即可得到控制要素的情况），而且还要鉴别出切实可行的交易。鉴别有吸引力的证券要比鉴别切实可行、有吸引力的交易简单得多。

理解价值投资方法的另一种方式（无论是获取控制要素、保持绝对消极，还是或者对最终目标不做出决策，或者对在 OPMI 市场出售不做出决策）是分析每一种情况，比如像投资人拿出 1 亿美元或更多的自有资金来从事永久性或非永久性的证券投资。然而现实情况是，尽管许多应用价值投资技巧的人在分析中把自己当作永久性或非永久性投资人，但事实并非如此。应用价值投资技巧的较短期参与者包括以下几类。

（1）以某个特定时期的、合理的、具有决定意义的预计事件的预期为基础从事投资的风险套利者。通常风险套利针对发布上市公告的交易而发生。风险套利的一个例子是，KLA 设备公司与 Tencor 设备公司宣布对二者普通股进行并购。在 1997 年 1 月以 1:1 比例进行普通股交换的公告发布以前，KLA 普通股的售出价格为 40.875 美元，Tencor 普通股的售出价格为 30.5 美元。公告发布后市场上随即展开了风险套利，涉及了或者以 KLA 普通股售出价格的折扣价购进 Tencor 普通股，或者是既以该折扣价格购进 Tencor 普通股、同时又以高于 Tencor 普通股售价的溢价卖空 KLA 普通股。合并完成之后，套利者进行交割。比如说，套利者以每股 39 美元的价格卖出 10 万股 KLA 普通股，又以每股 35 美元的价格买进 10 万股 Tencor 普通股进行平仓，则 35 美元与 39 美元之间 4 美元的差价可以使套利者获得交易成本和扣除税收前 40 万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的利润。

（2）持有不良贷款的债权人。无论是通过院外协商方式还是按照破产法第11章进行不良资产重组，它都与风险套利非常类似，因为这种分析通常涉及确定某个特定时期会发生什么合理的、具有决定性意义的预计事件。

1.3 价值投资的基本概念

构筑现代价值投资理论的诸多基本概念与有效市场假说和格雷厄姆－多德基本因素分析的基本概念有很大差异：

- 充分利用信息；
- 从事金融交易的利益集团之间总是存在共同利益和利益冲突；
- 不假定市场参与者是疯狂或愚蠢的；
- 价值是一个动态的概念；
- 市场价格不能预测而是利用；
- 不存在总体风险，只存在特定风险；
- 机会存在于细节，而非存在于一般规则中；
- 了解制度和基础设施是必要的；
- 了解监管机构的作用是关键；
- 灵活性规则；
- 了解有吸引力定价的要素至关重要；
- 价值投资人掌握的有价值的信息多于OPMI市场；
- 有效市场的准则是获取超额收益；
- 控制证券本质上不同于非控制证券；
- 大多数情况下，资本化不是由股权投资人的需要或意愿来决定的；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 在大多数市场，分散化投资的成功机会甚微；
- 每一次投资或多或少都有失误。

1.3.1 信息的利用

有效市场假说指出，OPMI 一般不能得到充分信息，但是信息不充分对于价值投资并不重要。价值投资方法的关键是消极投资人能够充分利用所掌握的信息。例如，在分析一种权益证券时，价值分析家会极为注重发行人的财务状况和以较低成本进入资本市场的能力。比较而言，应用有效市场假说的分析人员在相当大的程度上忽视了公司的财务状况，意欲从季度实际报告收益高于、等于或低于舆论预测的数量中找到关键信息。价值投资方法则把焦点集中在财务状况上，这样可能会比有效市场假说更能充分利用所掌握的信息。有效市场假说强调预测未来流量，这是收益账户分析的首要方法。在大多数情况下强调流量与充分利用所掌握的信息有很大不同。例如，即使公司年报显示仅仅 Forest City 的盈利资产其评估价值就超过每股 80 美元，盈利资产几乎全部由无追索权债务融通，在 1991 年仍有可能以每股 20 美元的价格购买该公司的 A 级普通股。当时 Forest City 公司正从事极度低迷的房地产业，按公认会计准则（Generally Accepted Accounting Principles，GAAP）计算有账面亏损。从会计角度来说，折旧费用和摊销费用已从利润中扣除，而从经济角度看，资产价值则可能增加了。注重 Forest City 的评估价值而非账面收益是充分利用所掌握信息的合适例证。

价值投资方法中，信息质量是通过确定信息如何影响公司价值、公司动态或各种证券的权利和优先权来判断。其他投资理论，特别是有效市场假说，把对信息价值的检验严格限定为确定信息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何影响 OPMI 市场的即期市场价格。对于有效市场假说而言，这是合乎逻辑的，因为它仅仅基于证券价格的研究，从本质上排除了与市场价格非紧密相关的所有公司价值研究。

价值投资方法与典型 OPMI 使用的投资方法对信息需求有显著差异。这些差异可以归纳如表 1-2 所示。

表 1-2 信息的使用：价值投资与典型消极投资

价值投资的关键	典型 OPMI 的关键
经济周期的长期前景	产业
	每股收益与舆论预测
为交易融资的能力	即期市盈率
会计循环的每一个要素	收益账户的重要性
会计数字的含义而不是会计	历史市盈率
数字本身（除非当利用 OPMI 市场时）	未调整的报告收益
	对比分析
	股利分配
控制利益	长期收益纪录
企业资源的数量和质量	近期宏观前景和长期宏观因素
比较分析是一种有限的工具	均衡价格
可行性是一个关键变量	技术性因素
所有市场都没有均衡价格	收益趋势
控制因素的变化	发起人地位
证券法律法规	股本收益率与资产收益率
所得税税法	

价值投资中，某一条特定信息的重要性有赖于所处的背景。例如，在其他投资理论中，这里不包括格雷厄姆－多德基本因素分析，每股季度报告收益几乎总是极为重要的，但在价值投资方法中，它几乎总是不重要的。但是，只要季度收益能显示出公司价值的永久性损失，更可能的情况是一家公司财务状况不佳或季度收益能显示出公司正在失去竞争力，季度收益对于价值投资就的确很重要。

1.3.2 从事金融交易的利益集团之间总是存在共同利益和利益冲突

从事金融交易的各种人之间总是存在共同利益和利益冲突。没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有任何理由先验地认定，在一切情况下某一个集团利益高于其他集团利益。假定管理层只为股东的最高利益服务是完全不现实的。每一个利益集团——公司自身、管理层、短期交易商、购买－持有投资人、优先债权人、交易债权人、次级债权人、土地所有者、控制股东、OPMI、工会、政府、社团、金融专业人员（投资银行家、律师、会计等）都是独立的，他们在参照各个集团相互之间共同利益和利益冲突基础上都有自己的议程。

自 20 世纪 70 年代以来，有一股显著的、似乎不可阻挡的维护高级管理人员利益的趋势，这已体现在国家法律之中，成为公司监管的首要问题。这引起管理层与 OPMI 之间，特别是与寻求证券投资组合近期价格表现最大化的 OPMI 之间发生利益冲突。管理层不接受接管竞价就是因为他们要价远远高于 OPMI 市场价格（例如，1997 年 4 月，希尔顿饭店收购国际电报电话公司的出价）。然而，大多数管理人员（有极少数例外）认为，与 OPMI 具有共同利益的方面是希望本公司普通股在 OPMI 市场有一个合理的近期表现。

当共同利益占优势时，各种利益集团之间有时会发生部分联合。例如，如果公司分配现金给股东，会使所有债权人认为他们的利益受到损害。有时联合后的内部也会受到利益冲突的困扰，在这种情况下最好是把每个利益集团看成没有联合的独立个体。例如，各种债权人可能对有问题发行人的重组计划和重组时资产如何分配给各个层次的债权人发生争执（例如，1998 年 4 月在有担保放款人与次优先放款人之间的冲突，见第 11 章 Marvel Comics 的例子）。

价值投资几乎总是把公司作为一个独特的利益集团。当公司是可行的（即健康和强大的），其他每个利益集团也会获益。同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，其他每个利益集团也会从有可能降低公司可行性的分配中获益（例如，不能增强公司未来进入资本市场能力的管理者报酬和对股东的现金分配）。事实上，在某些情况下，比如按破产法第 11 章重组的情况，在对抗过程中公司不能由专业人员来代表。公司遵循破产法第 11 章聘请的律师和投资银行家几乎总是对出面雇用他们的管理者或控制集团最忠诚，而不是对公司本身。按破产法第 11 章重组时，一方面公司追求可行性，另一方面管理者追求报酬和保护，债权人则追求现金和有担保现金支付工具，他们之间经常会发生激烈的冲突。

在价值投资中要格外注意，尽管常常使用术语表示其他方面，但公司不是管理层，管理层不一定是控制股东，公司、管理层、控制股东都不是 OPMI。

1.3.3 不假定市场参与者是疯狂或愚蠢的

尽管本书把价值投资方法作为众多投资人优先选择的投资技巧，但这决不意味着其他投资分析方法（技术性图表分析、趋势投资方法、首次公开发行投资、有效市场假说分析、格雷厄姆－多德基础因素分析）都是无效的。这些分析方法只有在其参与者确信他们已经发现了圣杯——华尔街和投资界的万能解释，才是无效的。从事理论金融研究的许多人似乎愿意相信他们阐释了绝对真理和普遍适用的一般法则。

使用价值投资方法的成功人士理解其他人行为的动因，并加以利用。例如，如果要筹划一次杠杆收购，就有必要了解为什么 OPMI 市场上的价格不同于也应该不同于杠杆收购中买方购买一家企业所能够支付的价格。OPMI 价格对于 OPMI 市场参与者而言并不是太高，但它对于 LBO 市场而言就不是一个适当的价值。LBO

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场价格远远高于 OPMI 市场许多板块价格。类似地，风险投资人知道首次公开发行的定价一般是购买非上市公司价格的许多倍。价值投资的一个基本假定是，首次公开发行市场上的定价和与之有较大差异的私募市场上的定价在各自的背景条件下都是非常合理的。

价值投资在几种条件下并不适用。作为价值投资人如果完全忽视了日常 OPMI 市场价格变动，就是疯狂和愚蠢的。

如果一位消极投资人用借入资金运作，且其借入债务的抵押价值是由每天 OPMI 定价（即盯市）决定的，这种投资人应该把大部分精力放在防范市场风险（即市场价格日常波动），而不是投资风险上（即长期公司基本价值）。下面就是几种最为典型的表现。

- 如果资产管理人的工作或报酬由 OPMI 市场近期表现所决定。
- 如果客户需要了解近期 OPMI 动向。
- 如果资产管理人或投资人没有掌握价值投资分析技巧，不能对公司价值做出独立于 OPMI 市场价格的有意义的判断。
- 如果投资人在 OPMI 市场仅仅为了赌博，并把 OPMI 市场视为满足其赌博需要的赌场。
- 如果投资人是不涉足风险套利交易的短期交易商。

1.3.4 价值是一个动态的概念

公司价值会连续不断地发生变化。不向股东大量分红的优良企业，其价值会实现合理正常的增长。公司基础价值的增长可能与 OPMI 市场价格没有特殊的联系，但也许确实反映了公司在经营、财务实力和基本盈利能力等方面的提高。Libert 财务公司是一家人寿保险与资产管理公司，其管理资产总额从 1994 年大约 400 亿美元升至 1996 年 12 月 31 日的 480 亿美元。这说明存在一个以管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产额 2% ~ 4% 的速率递增的资产管理市场。即使价值没有反映在 OPMI 价格或按公认会计准则核算的净资产价值上，Libert 财务公司在 1994 ~ 1996 年显然创造了价值。若按管理资产的 2% 计算，管理资产从 400 亿美元增加到 480 亿美元，管理资产 80 亿美元的增加额会有 1.6 亿美元的销售值；若按管理资产 3% 计算，销售值增加将是 2.4 亿美元。

即使 OPMI 市场一致看跌，也能通过宏观市场环境创造公司价值。例如，1997 年 4 月，OPMI 普遍认为高利率和通货膨胀通常是不利因素。事实上，高利率和适度通货膨胀的经济环境对许多公司而言可能会加速公司价值的创造。

尽管高利率会降低用债务来并购的企业的价值，也同时会增加企业的未来收益和价值，但企业资产必须主要是生息契约，而大部分负债无需是生息契约。这样的公司资产投资组合规模不断扩大使得未来收益会很可观。持股公司 FSA（Financial Security Assurance）是一家金融保险公司，它就是这样的一家企业。在 1996 年 12 月 31 日，其资产的 2/3 是债券，这些债券的收益率大约为 6.3%。只要利率上升就会使这家公司的未来净投资收入增加。

通货膨胀会降低卡明斯发动机公司这样的资本密集型公司的收益质量，这是因为通货膨胀条件下从收入中提取的折旧费用不足以作为重置储备。另一方面，通货膨胀也会提高进入一个新产业的成本，这给诸如卡明斯发动机公司这样的现有企业隔绝了新的竞争。另外，只要通货膨胀压力导致财务状况不佳的公司经营困难，财务状况良好的公司就能够以低价并购。最后，通货膨胀也许会提高接管价格，促使接管发生，这是由于进取的公司判断，以高于 OPMI 市场价格并购一家企业比进入新产业创建公司更经济。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.3.5 市场价格不能预测而是利用

价值投资认为，OPMI 市场价格是一个现实值，而不是一个估价值。作为现实值的 OPMI 市场价格是应该能够买卖证券的价格标志。作为估价值的市场价格从来不曾被市场普遍接受（即适用于所有市场或绝大多数市场——OPMI 市场、LBO 市场或 IPO 市场的价值衡量）。

价值投资反映出 OPMI 市场价格和企业价值之间存在长期套利机会。如果 OPMI 市场价格低于企业价值，市场参与者会为了敌意接管、杠杆收购和私人控股目的而购买公开交易的股票（例如，1997 年 Destec 能源公司以高于 OPMI 市场价格 60% 的溢价现金回购该公司的普通股）。如果 OPMI 市场价格高于企业价值，就会以首次公开发行和并购的方式向公众发行普通股。这里用于并购的“货币”全部或部分是普通股（例如，1995 ~ 1997 年首次公开发行市场非常活跃）。

1.3.6 不存在总体风险，只存在特定风险

在价值投资中，“风险”一词总是受到一个形容词的规限。总体风险是不存在的，只存在市场风险、投资风险、利率风险、通货膨胀风险、期限结构不匹配而引发的风险、证券欺诈风险、发起人报酬过高带来的风险等特定风险。价值分析倾向于防范投资风险，投资风险是在企业出现问题的情况下投资人仍对其进行投资而引发的风险，而市场风险（OPMI 市场的未来价格波动）通常却被忽略了。另外，投资前考虑可能发生的风险时，价值分析关注的是永久性资本减损，而不是未实现的市场亏损或未实现的市场收益值的减少。

1995 年年底凯马特公司信用债券和商业债权（统称为凯马

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特公司信用）分析是区分投资风险和市场风险的一个合适例证。1995 年的下半年，当时似乎无法预测凯马特公司是否会按照美国破产法第 11 章的规定进行重组，但可以肯定，如果依照破产法第 11 章救助的规定，凯马特公司将会停止支付利息，18% 的到期收益率也没有了，进而可能会发生的事情是依赖利息收入的信用债券持有人不再得到利息，他们会选择立刻到 OPMI 市场抛售持有的债券，凯马特公司信用在 OPMI 市场的美元价格会大大低于 74 美元的现价。因此，凯马特公司的信用包含着相当高的市场风险。

尽管存在着市场风险，但凯马特公司的信用很少或几乎没有投资风险。如果凯马特公司不符合破产法第 11 章的条款规定，凯马特公司信用还将是正常贷款，它的到期收益率比相似的证券高出 700 ~ 900 个基本点。此外，如果凯马特公司符合破产法第 11 章申请救助的规定，公司将愿意接受重组。由于凯马特公司的信用实际上是该公司优先级别最高的证券，按照破产法第 11 章重组的规定，凯马特公司信用的持有人必然获得新的凯马特公司证券，其价值不低于 100 美元，很可能是 100 美元加上破产法第 11 章附则所规定的利息。

在价值投资中，一种证券的投资风险包括 3 个基本因素：

- 发行人品质；
- 发行条件；
- 发行价格。

只注重发行人品质和发行条件是理论金融的基本理念，由此会引出对风险－收益比率的考察。对于理论金融而言，发行人品质越好，发行条件越优先，投资人遭受损失的风险就越小。但是，发行人品质越好，发行条件越优先，投资人获得的收益可能就越少，这就是风险－收益比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于理论金融来说，证券的 OPMI 市场交易价格反映了一般价格均衡，也就是说，对于所有目的和参与者而言，它是恰当的价格。无论发行价格过高还是过低，风险－收益比率都不存在，事实上它不可能存在。假定发行价格过低，这意味着发行使损失风险降低或潜在收益提高。在价值投资中，只要分析基于价格均衡的假设，风险－收益比率就是有效的，只是由于发行价格非常重要，它比风险－收益比率方程更重要，因此通常不考虑风险－收益比率，而仅仅关注发行人品质和发行条件。

当分析以预测的未来流量为基础的权益证券和不良信用工具时，适当的贴现率包括 3 个要素：

- 货币的时间价值；
- 实际流量少于预测流量的风险；
- 实际流量好于预测流量的潜力。

在分析以本金或接近本金的价格出售正常贷款时，适当的贴现率仅仅反映了两个因素：货币的时间价值以及实际流量少于预测值时面临的风险。如果实际流量好于预测值，根据信贷风险的观点，正常贷款持有人会以接近本金的价格抛售，但不会获得实质性的收益，债券持有人能够获得的收益充其量是本金加上少量提前偿还债券的贴水。

1.3.7 机会存在于细节，而非存在于一般规则中

价值投资要求自下而上的分析方法。最终的投资决策取决于特定规则，而不是一般规则。例如，在海外购买首次公开发行证券很难获得超额收益，已是不争的事实，但这并不意味着价值投资人从不购买新上市发行的证券。它表明价值投资人在 OPMI 市场购买新上市发行的证券时必须慧眼识珠。通常，新上市发行证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的定价过高对风险投资人、新上市证券承销商或证券销售商是有吸引力的业务，这些人不愿做 OPMI，而是寻求赚取超额收益。证券销售商能够从首次公开发行业务中获利，因为与在二级市场上买卖证券的贴现经纪人竞争相比，这些证券是独特的，易于推销，可以获得远高于平均水平的报酬。

1.3.8 了解制度和基础设施是必要的

如果想成功地运用价值投资方法，非常有必要了解投资环境。在美国进行价值投资，需要对 3 个特定领域有足够的了解，这样至少也能成为知识渊博专业人员的理智委托人。这 3 个特定领域是：

- 证券法律和规定；
- 财务会计；
- 公司所得税。

值得了解的其他制度领域包括：

- 金融机构的经营方式；
- 公司控制的因素和过程。

保护任职者的手段有：

- 发起人和专业人员的报酬；
- 资本结构；
- 证券的主要特征。

1.3.9 了解管理机构的作用是关键

在美国，各种管理机构在大多数投资过程中发挥着重要的作用，包括：

- 税收代理机构；
- 有吸引力的融资提供者；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 直接补贴提供者；
- 基础设施提供者；
- 证券监管机构；
- 其他方面的管理机构；
- 司法体系提供者；
- 客户；
- 竞争者；
- 特种经营提供者（例如，某些广播许可证）。

1.3.10 灵活性规则

价值投资自下而上的分析特征表明，没有任何一种分析方法适用于所有情况。以财务会计为例，作为一种工具，利用它可以获得必要的客观尺度，以帮助分析人员得出结论。通常在分析人员看来，数字代表的含义绝对比所报告的数字大小更重要。应用材料公司（Applied Materials）是一家半导体工业设备供应商，其年度巨额支出都用于研发和工程方面，这是它的净收入支出，1996年这种支出达到其净销售额的11.6%。从经济意义上说，一部分用于研发和工程方面的支出应该资本化，因为其目的是创造未来的盈利能力，而不是为了维持即期收益水平，因此它们更具有资本支出特征，而不是表现出更多的即期费用特征。应用材料公司在会计上非常保守，该公司的大多数购买－持有股东只关心这些会计数字的含义，而不是数字本身的大小。由于应用材料公司有巨额盈余现金，在研发和工程方面的支出不会损害该股份公司的利益。然而，如果应用材料公司没有盈余现金，它就需要增加资本，进入资本市场融资，特别是在OPMI市场上进行首次公开发行。如果把研发费用的一部分资本化而不是作为支出，使应用材料公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司报告的每股收益更高，对公司和股东可能都有利。在首次公开发行市场，这些数字的大小，特别是每股收益的大小远远比这些数字代表的含义更重要。

价值投资方法认为，大多数企业既是从事日常经营的持续经营企业，又是从事资产负债重新配置和控制权变动的资源转换公司。持续经营分析把重点放在收益账户上，即现金流量或会计收益是多少。资源转换分析则把重点放在公司资产的市场价值和公司以超低成本进入资本市场的前景上。

灵活性规则，而不是一般规则，是特定情况下适用的规律。有时应强调持续经营方面，有时应强调资源转换特征。以上已经指出，如果利率上升，FSA 的未来投资净收入将高于利率不变或利率下降时的情况，这是把 FSA 作为持续经营企业分析所得到的巨大利益。相反，如果利率上升，FSA 正常贷款投资组合的当期市场价值将下降，这对公司和其普通股的估价有明显的负面影响。

作为灵活性的一部分，价值投资人也认同在每种情况下都存在权衡问题，他们了解财务会计的每一个数字都源自其他会计数字，由其他会计数字限定，并是这些数字的函数。例如，同将资产运用更积极或资本化杠杆比率更高或两种情况同时并存的公司的股本收益率相比，财务状况良好的公司在经济形势较好时期有较低的股本收益率。同时，增加股本收益率可能意味着在该段大部分时期要在其与安全性之间做出权衡。在未来流量没有契约性保证的情况下，预测未来收益或未来现金流量容易出现严重的错误。寻求最大化的股本收益率和经济附加值会造成过高地估计未来现金流量，给公司和公司的 OPMI 股东带来灾难性的后果，其严重程度远远超过了通过增加公司财务实力来降低股本收益率以限定股本收益率最大化的做法。增加公司财务实力意味着或者通过减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少债务和增加股本，或者持有收益较低的资产（例如现金），或两者兼而有之。良好的财务状况，导致股本收益率比其他情况下要低，也意味着擅长收购的管理者拥有许多“干粉”（dry powder），能在未来进行有吸引力的收购。

1.3.11 了解有吸引力定价的要素至关重要

对使用价值投资技巧的消极投资人来说，关键是掌握决定一种证券是否有足够吸引力去购买的定价参数。在价值投资中，与公司特征不相同类似，这些参数也是不同的。否认这一点就会遇到困难，特别是由于分析人员必须对管理能力的评估结果和这种均衡分析的 3 个支柱的地位做出判断。这 3 个支柱是资源质量、资源数量和长期财富创造能力。在以下产业中，OPMI 投资人应把握的合理定价参数如下。

（1）小型高技术公司证券：模仿第一阶段风险投资人的定价，以超出净资产价值 60% 的溢价出售（例如，1998 年 8 月，硅谷集团普通股的定价）。

（2）地区银行：对一家完全资本化的机构，支付价格不能超过账面价值的 80%（例如，1995 年卡弗联邦银行普通股定价）。

（3）盈利房地产：完全忽略账面净资产价值，强调评估价值（例如，1992 年 Forest City 公司 A 级普通股定价）。

价值投资中，可能的退出策略包括 OPMI 市场出售、并购、公司清算等广泛内容。

财务会计不是成本会计。利润率分析，特别是不同公司间的利润率分析，能发挥的作用十分有限。无法得到成本会计数据或更详细财务数据的证券持有人几乎总是面临这样的情况。

通过考察企业资源的数量和质量来预测未来流量通常比通过研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究过去盈利记录来预测未来流量更容易。然而，这两种方式并不互相排斥。

交易定价不仅仅是证券价格的函数。控股购买人愿意支付价格的高低在很大程度上取决于他们如何融资、发起人和专业人员通过此项交易获取报酬的数量以及在有效期内预计值是否是合理的决定值。

控股投资人在考察并购交易、杠杆收购或敌意接管时，除了囊括一切的美元价格外，还要考虑诸多因素。任何一宗审慎的交易归纳起来都至少包括 11 条一般事项：

- 定价问题；
- 证券法律和规定问题；
- 所得税与其他税收问题；
- 其他监管问题，比如反托拉斯法，特定政府部门，如银行监管机构或联邦通信委员会；
- 会计问题；
- 关于信息有效性问题；
- 关于金融承诺的数量问题；
- 可行性问题；
- 关于融资能力问题；
- 关于利润率问题；
- 社会问题，包括与有关公司管理层私下交易。

1.3.12 价值投资人掌握的有价值信息多于 OPMI 市场

对于那些财务状况良好的购买－持有投资人（既不需要追加保证金，也不从事短期风险套利），也就是对于价值投资人来说，一个重要的前提假设是，在投资目标已定的情况下，他们所掌握

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的关于这一特定投资的信息远远多于OPMI市场的投资人。实际上，只有相信OPMI市场中的证券价格确实被低估后，积极投资人才会购买这些证券。

了解比OPMI市场更多的信息会产生许多后果。首先，价值投资人从不会因OPMI市场价格变动而焦虑不安。他们知道，只在OPMI市场上进行交易而不对投资形势做自下而上的基础因素分析就能投资成功是根本不可能的。OPMI的一般市场状况在1929年、1933年、1937年都是非常重要的，或许（但也许不是）1974年的一般市场状况也是非常重要的。无论如何，市场预测对价值投资来说并不是十分重要。在投资人的投资生涯中，没有街道暴力的稳定政治环境下的市场状况是非常重要的，又是非常难得的，它可以使投资人放心地忽略这些宏观因素的作用。

相反，如果只是因为市场中传播着关于价值与交易的信息，而又假定投资人不能完全了解市场信息，那么投资人对市场前景表示忧虑是符合逻辑的。

任何人都能预测OPMI市场的发展状况吗？答案是不一定。市场战略家们是做什么的？劝慰不成熟的投资人，不要试图去做精确的预测。

1.3.13 有效市场的准则是获取超额收益

市场可以被定义为一个竞技场，在这里每个参与者达成关于价格和其他条件的协议，并且相信在各种条件下每个协议都能被高质量地完成。试图得到最为合理的、可获得的结果是有效市场的特点。存在许多市场，包括OPMI交易市场、OPMI购买－持有市场、公司控制市场、新发行证券承销市场、最高管理层报酬市场、经纪商和财务顾问报酬市场、股东清算诉讼市场以及根据1978年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国破产法第 11 章而产生的公司重组不成文计划市场。

除非外部力量强行阻止获取超额收益，否则只要承认市场趋于有效率，某些市场参与者就将获得超额收益。实际上，只要每个市场参与者都相信他们所追求的结果是在目前环境下可获得的最为合理的结果，他们就会获得超额收益。换句话说，如果存在获取超额收益的市场环境，超额收益就会产生。

比其他市场更具竞争力的价格、董事会、政府监管机构、法院、工会、社团、债权人、交易卖方、土地所有者、税收当局、会计师以及律师等外部力量强行约束了市场环境。在某些市场中，竞争力是有力的约束，OPMI 市场就是最好的例证。这里很难获取超额收益，更不用说持续获取超额收益了。相反，在其他某些市场中，获取超额收益是它的准则，最高管理层报酬市场就是很好的例子。在这里，公司董事会是主要负责强制约束的外部力量。最高管理层报酬董事会控制在从弱到无的全过程中都有效运行。这个论题在本书第 8 章公司的创办者与专业人员的报酬中再详细讨论。

1.3.14 控制证券本质上不同于 OPMI 证券

显而易见，控制普通股具有 OPMI 普通股不具备的内在权利、特权和义务。控制条件下的定价与 OPMI 条件下的定价有显著的不同，这是由于控制投资人与 OPMI 所侧重的变量不同，即使二者使用相同的变量，赋予变量的权重也会大相径庭。另外，尽管控制普通股与 OPMI 普通股在形式上完全相同，但实质上二者是完全不同的工具。这将在本书第 6 章“证券的实质性特征”中详细讨论。

1.3.15 大多数情况下，资本化不是由股权投资人的需要或意愿来决定的

学者，某种程度上指格雷厄姆和多德，似乎相信上市公司的适

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当资本结构是围绕着股东价值的最大化。相信大多数公司的资本结构与股东价值最大化相关的观点与相信太阳围绕地球转动的观点极为相似。实际上，大多数公司资本结构由债权人、监管机构、评级机构共同决定，在许多情况下，还要考虑传统产业标准的要求。这将在本书第 7 章“资本结构”中详细讨论。

1.3.16 在大多数市场，分散化投资的成功机会甚微

在不能控制、对企业基本情况缺乏了解、无价格意识的情况下，适宜选择分散化投资战略。换句话说，分散化投资是对控制、知识和价格敏感性的替代，而且通常是一种比较差的替代。广义的多样化投资可能适合不懂价值投资方法的 OPMI，但是对于试图通过杠杆收购完成控制的控制投资人而言，分散化投资很可能是不适用的。

1.3.17 每一次投资或多或少都有失误

格雷厄姆与多德在《证券分析》中指出，债券选择是一门否定的艺术，对有问题的债券从投资选择中予以排除。在价值投资中，权益证券选择也是一门否定的艺术。在每一次投资中，依照价值投资方法要做的第一件事情是尽可能了解会出现什么样的问题。因为每一次投资都会出现问题，诀窍在于一定不要去追求完美无缺的投资，而是利用正确的投资方法做出正确的判断。

权益证券投资总会涉及权衡问题。在繁荣时期，与那些积极扩大资产基数并积极运作其资产的可比公司不同，财务实力极强的公司（即没有债务且拥有大量的流动资产）资产收益率和股本收益率相对非常低。另一方面，那些积极融资、积极运作资产的公司大都缺乏安全边际，特别是在处于亏损期间，进入资本市场融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资将是极为困难的。

由于具有无需进行有形资产投资、也不必保留大量现金的简单企业（例如，共同基金管理公司和活动房屋制造商）的经营特征，它们具有内在的吸引力。作为平衡，尽管这些公司可以非常轻松地进入一种产业，但由此却增加了这些产业的竞争程度。自 1990 年以来成立的互助基金的数量就是一个例子。1997 年中期，大约有 7 000 只互助基金，而在 1990 年仅有 3 100 只互助基金。

尽管需要巨额资本投资的大型企业（例如，联合钢铁公司和炼油厂）相对隔绝了新的竞争，但在商业周期的低谷期常常会出现经营困难。

最后，如果一个企业自身没有任何问题，那么它的普通股价格可能会相当高。在价值投资中，一种证券价格是一个非常重要的变量，但 OPMI 市场价格决定公司价值的假设是不存在的。

价值投资中，最重要的工作是努力了解会出现的问题，对所出现的问题是否会影响投资成功做出判断以及在特殊情况下停止投资。投资中可能出现的问题包括以下内容。

- 公司财务状况出现极高流动性，比如一家公司的管理层长期可能是由在其位不谋其政的管理人员所把持，没有有效地利用资产创造财富。
- 较高股本收益率。大多数时期，这表示净资产价值相对较小。
- 较低的股本收益率和较高的净资产价值。这种情况表示资产价值被高估了。
- 较高净资产价值。它能够转化为较强的收益潜力或较高的间接费用，或者两种情况并存。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章
Chapter2

理论金融：有效市场假说和有效资产组合理论

众多沉沦的人将得到拯救，众多高贵的人将堕落。

——荷马

第1章中，丰田自动织机工程有限公司普通股在1998年4月每股17美元的价格被描述成符合价值投资关于安全和低价的要求，其依据是实际情况而不是预测。这种估价建立在两个因素之上：该企业持续经营价值被估价为最近财政年度营业收入的6~8倍；丰田公司庞大的可流通证券资产组合的估价以它们在东京证券交易所的市价为准。第1章的结论是，丰田公司普通股以预计价值35%~39%的折扣价出售，该预计值包含未实现增值税。

现代资本理论（modern capital theory，MCT）的信徒，具体体现为遵循有效市场假说和有效资产组合理论的投资人，根本不对丰田公司的经营和其可流通证券资产组合做出估价。这不是他们要做的事情。有效市场假说和有效资产组合理论分析仅仅研究丰田公司普通股的历史市场价格，也许还包括历史市盈率或历史现金流量。丰田公司净资产价值很大程度上是由丰田公司投资组合中证券的市场价值决定的，如果要解释丰田公司普通股市场价格相对于其净资产价值的折扣，可能的原因是投资人的期望。另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外，折扣也可能被认为既与丰田公司现金流量无关，又与东京证券市场后市无关。这两个因素被视为更可能会对丰田公司普通股近期价格表现产生较大影响，而影响预计价值大幅度下降的可能性相对较小。

就契约的具体内容和重组过程而言，对凯马特公司债务或因不良债务产生的其他问题的特定分析可能根本没有用到有效市场假说和有效资产组合理论。有效市场假说围绕着不良债务市场的研究和各种资金拖欠率的宏观统计。

正如第 1 章所指出的，价值投资从公司自身、控制股东等多个角度审视证券。相比之下，有效市场假说仅仅从 OPMI 的角度来看待证券分析。普通股价值投资的关键问题是：企业长期价值是多少？而现代资本理论的关键问题是：今天和明天 OPMI 市场的证券交易价格是多少？

在公司财务里，OPMI 和 OPMI 利益只是冰山一角。从 OPMI 角度利用日常交易环境研究金融现象，类似于海洋生物学中通过考察漂流海洋表面的海草和浮游生物来研究整个海洋食物链。海草和浮游生物仅仅有应激反应，而海面以下还存在众多种生物，如鲨鱼、金枪鱼、鳕鱼和鲸鱼。本书第 8 章关于发起人和专业人员报酬中所阐述的金融业中的机构就类似于海洋生物食物链中海面以下的生物。

有效市场假说似乎只在解释某一特定状况时才有用，这一特定状况包括以下两个因素。

（1）投资人的唯一目标是通过在 OPMI 市场出售证券，持续地（即自始至终）实现现金形式的按风险（市场）调整的总收益最大化。

（2）在分析证券或商品时，仅仅需要考察相对较少的变量。若仅仅参考一些适用计算机程序的变量，证券领域可分析的问题限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定在以下方面：

- 没有信用风险的信用证券（例如，美国政府发行的国库券）；
- 衍生证券，例如可转换证券、期权、认股权证（衍生品的价值由其他证券的价格决定，而不是由一种证券的基本价值分析决定，例如普通股）；
- 可从事风险套利的证券的预计价格的决定因素相对稳定（即某一特定时期的预计价格具有决定性意义）。

现代资本理论的根本问题是力求将一般规则真正应用于有限的特例中。尽管现代资本理论分析的对象包括公司控制因素或购买－持有消极投资，但这种方法对价值投资没有太大的帮助，而且非常复杂。实际上，有效市场假说和有效资产组合理论的基本假设或者是完全错误的，或者是曲解了价值投资的意图。现代资本理论的基本假设集中了18个不同的观点：

- 实质性合并是最重要的；
- 结构从属是一个重要因素；
- 均衡定价是普遍适用的；
- OPMI 市场是唯一相关的市场；
- 投资分散化是防范非系统风险的一种必要保护；
- 存在系统性风险；
- 价值由贴现现金流量（discounted cash flow，DCF）的预计值决定；
- 基本分析时，将公司视为持续经营企业，将持有可流通证券的投资人视为投资公司；
- 投资人是单一的，他们一致的目标是持续获取风险调整后的总收益；
- 市场效率意味着缺少一贯或持续地获取超额收益的市场参与者；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 普遍规律是重要的；
- 风险被限定为市场风险；
- 宏观因素是重要的；
- 债权人控制是一个并非问题的问题；
- 交易成本是一个并非问题的问题；
- 自由市场优于有管制的市场；
- OPMI 市场比任何单个投资人能获得更多的信息；
- 市场是有效率的，或者至少是趋于瞬时效率。

2.1 实质性合并是最重要的

实质性合并和结构从属思想是有效市场假说最重要的假设。实质性合并表明公司和其股东的利益是结合在一起的，结构从属表明公司生存的原因和正当理由是使它的股东，特别是非控制 OPMI 股东获取最大限度的利益。对现代资本理论非常重要的实质性合并与结构从属假说在现实世界相对罕见，尽管它们在特定情况中确实存在（例如，佐治亚－太平洋公司 1997 年年报中详细地阐述了如果确定股东比公司自身更能创造性地使用现金，那么公司将采取放弃把收益用于公司投资的政策）。但是在现代资本理论中，关于实质性合并和结构从属的基本假设是普遍存在的，并非只在特定条件下存在。这些假设所基于的充其量只是轶事般的证据。无论如何，现代资本理论方法关于实质性合并和结构从属的概念对价值投资毫无帮助。

实质性合并（substantive consolidation）与结构从属（structural subordination）这两个术语源自美国破产法第 11 章的重组。为了进行重组，将两个独立实体合并成一个时，实质性合并就发生了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举个例子，比如作为一个重组计划的组成部分，一个有偿付能力的母公司被兼并，而后与一个没有偿付能力的子公司合并。严格依据明确的债权人权利，优先级别高的债权人通常享有高于其他债权人的优先权。但是，当一个优先级别高的债权人同一个优先级别低的债权人相比，前者的优先权反而低于后者时，结构从属就体现出来了。举个例子，比如因为以前优先级别和控制权的存在，按照破产法第11章制订的重组计划中，发放担保贷款的银行成为最低级债权人。

现实世界中实质性合并偶尔才会发生，与有效市场假说相反，公司财务经理很少依据该公司OPMI股东的风险特征状况做出公司资产如何有效使用和重新配置的决策。净现值（NPV）概念亦指某一投资项目的未来现金流量估计值的贴现，贴现率则是理查德A.布雷利和斯图尔特C.迈尔斯在《公司财务原理》一书中提出的“资本机会成本，也就是与该投资项目有同等程度风险的证券提供的预期收益率”。为决定此预期收益率，“你可以观察资本市场标示的价格，未来现金流量的要求权在资本市场进行交易”。根据现代资本理论，如果某一投资项目的未来现金流量的现值大于OPMI的资本机会成本，此项目就应毫不迟疑地进行下去；如果不是这样，就应放弃这一投资项目。

首先，很少有财务经理依据本企业的基础因素计算出OPMI的资本机会成本。有效市场理论家提出运用技术性图表绘制者的方法确定资本机会成本，即不研究一家企业，而是研究OPMI股票价格的相对历史波动性，根据这种波动性，确定合适的贴现率（这就是众所周知的β值）。

投资项目对公司和公司财务经理的吸引力由能引起他们重视的要素来决定。基于他们对OPMI市场价格数据的看法，实质性合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并不可能进入公司决策制定的范围之内。公司投资决策的制定可能是指回答以下问题：

- 现任管理层掌握特定投资机会所必需的专有技术和专业人员吗?
- 投资能否以低成本进行融资？是利用优先债务、次级垃圾证券，还是普通股?
- 投资是否能使公司将来更容易进入资本市场，特别是股权市场?
- 投资是帮助还是阻碍现任管理层维持控制?
- 交易成本是多少？谁支付交易成本?
- 如果有选择余地，其他投资项目是否更具吸引力?
- 对管理层来讲，最糟糕的情况会是怎样的？对公司而言呢?

只要把一个投资项目成本与预期收益相比较，就可以看出净现值是一个有效的、非常有用的概念。然而，在实质性合并情况下衡量成本和收益，净现值似乎是无用的。布雷利和迈尔斯在《公司财务原理》中阐述，企业目标应该是“尽可能提高股票价值”，公司的态度应该是“企业能够不断向股东支付现金，让股东投资资本作为其金融资产，而不要去承担一个投资项目”。然而，几乎没有财务经理相信，了解隐含在数据中的股票价格是尽可能提高长期 OPMI 股东和控制股东持有股票价值的一个途径。财务经理也有阻止向股东支付现金的议程。例如，大多数公司、甚至忽略了贷款合同对股东分配限制的公司，向股东支付现金会对公司商业债权人和银行贷款人的持续关系产生负面影响。

不妨看一看其他问题。现代资本理论家似乎仅仅用利率来衡量融资的吸引力，为了证明这一点，举个例子说明。实质性合并的情况下，利率为 6% 的 OPMI 股东保证金借款比公司发行利率为 12% 的附属债券更有吸引力。实际情况要远比这复杂。除利率外，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有吸引力的融资还包含许多其他要素。事实上，不考虑借贷的所有条款和条件，就无法进行分析。利率为12%的12年期一次还本附息债券是（可能是）比现行利率成本为6%的保证金贷款更低价的资金。这里保证金贷款实际上就是活期贷款，与12年期非分期摊还的一次还本贷款相比，若出现负现金流量，结果会很糟糕。

在现代资本理论框架内，如果市场是有效率的和信息披露制度存在的假定成立，公司从事有吸引力的投资就会立即反映为OPMI市场价格的上升。斯蒂芬A.罗斯、罗德尔福W.威斯特菲尔德和杰弗利E.杰富在《公司理财》(*Corporation Finance*)[⊖]一书中谈道：

> 由于信息迅速反映在价格上，投资人只能期望获得正常收益率。已知的信息发布时，它不会带给投资人任何好处。在投资人进行交易获利之前，价格就已经做了调整。

尽管他们的阐述从短线交易的角度看似乎有效，但从价值投资的角度看却没有证据可以表明新信息会立即影响普通股的估价，其理论证据建立在统计检验基础之上，即没有OPMI或OPMI集团能一贯（即自始至终）跑赢市场。从价值投资观点看，这种意见除即期交易环境外，不能证明任何东西。信奉长期基础因素分析的投资人从未试图自始至终跑赢OPMI市场，一贯跑赢市场是短期投机人研究的问题。价值投资的基本原则是，不从事专职风险套利的人在短期不要期望通过主观努力跑赢市场。

2.2 结构从属是一个重要因素

价值投资人摒弃结构从属是因为它是完全不切实际的。就像第1章讨论的那样，价值投资认为每一个利益集团，包括短期股东、

⊖ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期股东、控制股东、公司自身、管理层、债权人、卖方、员工、顾客、专业融资人员、政府部门、同业等，在其内部和与其他利益集团协作中既存在共同利益，又有利益的冲突。在所有关系中，没有任何利益集团一定优先于其他的利益集团，也没有一个利益集团必定比其他利益集团低微。无数群体中都存在着既一致又矛盾的关系。例如：

- 公司与管理层；
- 管理层与控制股东；
- 管理层与 OPMI（保护高级管理层的“拒鲨”（shark repellnet）条款的广泛性就是矛盾的证据）；
- 公司与 OPMI（例如，向 OPMI 股东派利可能会降低公司可行性，但是这些股东仍想分红或分享回购计划）；
- 交易 OPMI 与购买 - 持有 OPMI；
- 债权人、公司和股东；
- 优先债权人、次级债权人、优先股东与土地所有者；
- 政府部门与公司；
- 工会与公司；
- 劳动者与工会；
- 同业与公司；
- 损害某些股东利益时的公司价值（例如，为提高公司的财务实力，以不利于新股东的超高价格进行首次公开发行）。

汤姆·科普兰、蒂姆·凯勒和杰克·墨里在 1996 年版本的《价值评估：公司价值的衡量与管理》（*Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*）一书中不恰当地写道：“……股东是公司唯一的利害关系人，他们在寻求自身权益最大化的同时，也使每个人的权益最大化。”在增加以现金支付普通股红利的压力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，公司债权人对公司的权益将通过公司支付现金给股票持有人而得到最大化，无疑他们对此会感到非常惊讶。在希望公司每股股票短期报告收益最大化的OPMI股东的压力下，管理层和长期购买－持有股东对放弃有吸引力的投资项目同样感到惊讶。因为这一项目能够产生长期回报，或者会使所得税账单上的金额比其他项目大得多。尽管科普兰、凯勒和墨里的观点是学术界在证明结构从属优点时普遍使用的，但是这些优点关于OPMI在任何实质范围内都是股东的假定，严格依赖于类似轶闻一样的证据。

现代资本理论中代理成本概念对价值投资也毫无帮助。代理成本的概念因对结构从属的修正而提出，它只能对现实世界做出勉强解释，即一个公司将管理成本转嫁给股东，因此管理层的利益不可能与股东的利益完全一致。代理成本概念的范围太窄，无法对既有共同利益又有利益冲突的现实世界做出精确描述。

结构从属对价值投资是没有任何用处。在研究与股东相对的管理层影响限制问题上，罗斯、威斯特菲尔德和杰富错误地认为"股东通过投票决定董事会的人选，因此股东能够控制董事，董事依照正当程序选择管理人员"(《公司理财》)。在现实世界中，99%的情况是董事会的人选实际上由控制提名程序的那些人决定，而不是由股东投票选择代理人。否认这一点就是只注重形式而不注重内容。在绝大多数情况下，董事提名程序也是由管理层来控制。

只要市场是有效率的，这里有效率被定义为每个市场参与者都努力在合理的可能性范围内做得更好，在管理层是拥有企业全部现有权益的唯一经营者的特殊情况下，结构从属就会存在。当不同的管理层和股东参与进来，特别是控制股东和非控制股东的存在，为实现价值投资目的的结构从属就是不切实际的了。只有在试图理解形形色色重要集团的各种议程条件下才能应用价值投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自我保护通常对管理层非常重要。管理层已经成功地营造了一个自我保护的有利环境：自 20 世纪 70 年代以来，维护高层管理人员的州立反接管法实际上已非常普遍。

许多公司的股利政策在很大程度上由控制股东的纳税等级和流动性需要来决定。有时，公司管理层并不关心公司普通股价格；而在其他时候，只要公司自身或关键股东想通过销售新发行的或原股东持有的普通股，或通过用关键股东持有的普通股作为借贷抵押进入资本市场，OPMI 股票价格就是至关重要的。

这并没有否认许多（虽然不是大多数）管理人员认为与关注普通股即期市场价格的 OPMI 有密切的共同利益。许多管理人员想拉高 OPMI 价格仅仅是因为他们想讨股东的欢心，对管理层而言，这样做即使股东不高兴，但他们也绝不想面临所持股票价格下跌的境况。然而，在各种实际情况下，这些共同的利益关系受到无处不在的利益冲突的制约。

2.3 均衡定价是普遍适用的

诺贝尔经济学奖获得者威廉 F. 夏普，是一位典型的有效市场假说的信徒，他在其《投资》(*Investments*）一书的第 3 版中写道："如果你把有效市场作为逻辑上的前提，那么每一种证券价格总是等于它的投资价值。"对价值投资而言，这种观点可能具有相当的正确性和指导性。从价值投资角度，一种 OPMI 市场价格，特别是普通股 OPMI 市场价格，与从事并购、敌意接管、转为非上市公司或清算的公司所发行的证券的通行价格没有必然的联系。OPMI 市场上通行的价格与其他市场（例如，杠杆收购市场）通行的价格不仅没有必然的联系，而且也不应该有任何联系，因为一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

般地，不同市场的价值由不同因素（例如，借款能力与近期报告收益）决定，即使决定的因素完全相同（例如，控制可用性与股利政策），它们的作用也大相径庭。

价值投资框架内的定价也有差异。根据不同的投资目的，价值投资人从事消极价值投资、风险套利或控制投资，而与每一种投资相对应的适当的价格自然也各不相同。主要取决于控制买方主要是金融买方还是战略买方，战略买方通常会支付较高的价格。

价值投资是控制投资的一个分支。价值投资中，消极投资人进行投资决策时使用的变量和现象与积极投资人使用的并无二致，除非消极投资人不再拥有任何控制要素，进而不能获取以第1章中所描述的各种优势形式表现的额外价值，包括：离任补偿，例如薪水和额外津贴；以低成本为个人头寸融资的能力，如使用别人资金的能力（OPM）；通过避税港（TS）制订有吸引力的所得税计划的能力。即使根据各种标准，控制投资人对某些特定的资产支付价格过高，通常他们也能够创造超额的利润和收益，因此价值投资人应该比控制投资人具有更强的价格直觉。另外的做法是，只要价格受到影响，控制投资人和OPMI就会在不同市场以不同的价格结构进行操作。

如果假定在所有情况下，在所有市场都是均衡定价，那么你就会受到束缚，就会把金融业的多数业务排除在分析之外，如并购、首次公开发行、杠杆收购和争夺控制权。

无论是控制人，还是价值投资人，要想进行价值投资，最好事先详细了解影响公司的基本因素、证券、资本市场以及政府监管和相关法律条文。另外，在许多情况下，投资人也应取得公司的控制要素、公司运作过程的控制要素或者干脆做另外的投资。例如，获得重组过程的某些控制要素，即使仅仅是一种无益的否决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权，也是第 11 章投资中关键的成功要素。这与现代资本理论是截然不同的，现代资本理论的重点在于市场与证券价格的走势而不是获得关于投资公司的详细知识（可能包括影响）。

风险套利是一种关于证券预计值的投资过程，它被期望在某个相对特定时期内创造具有相对决定意义的价值。区分风险套利和价值投资的一个特征是，尽管二者都是消极的，但通常除非投资人愿意兑现所有的要求，否则他们不可能参与风险套利市场。同价值投资市场相比，风险套利市场的定价与现代资本理论模式的效率更协调。在价值投资中，投资人采取购买 - 持有策略，则不能确定预计值。希望持续获取超额收益的投资人支付的最高价格是，他们计算出的证券预计现值或接管现值的 50%。相比之下，风险套利者则有可能获得持续的超额收益，他们所出的价格等于所估计的近期预计价值的 90%~95%。

在现代资本理论中，有这样一种观点，即市场是有效率的，或者更准确地说，市场趋于瞬时效率。而在价值投资中，也存在所有市场都趋于效率的观点。但是在众多的市场中，效率的倾向需要花费很长的时间才能表现出来，并且存在着一些妨碍效率表现的矛盾。例如，投资人认为存在一种长期趋势，可能会导致丰田自动织机工程公司在根据自身净资产价值的折价出售其普通股的行动中出现实际亏损。但是投资人不知道价格从折扣恢复到正常水平需要多长时间，也不知道折扣会采取什么形式（丰田公司分离出一个以可流通证券为资产组合的投资公司），或者根本不知道这些事情是否会发生。这里，趋向效率的长期趋势相当微弱。事实上，在丰田模式情形下，其证券注定是有吸引力的，这并不是一种预测，即其市场价格是有效率的（即反映基础价值），而是因为按其出售价格，以相对小的投资风险换取长期超额收益的可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性是相当大的。

在单纯交易情形中（例如，风险套利），效率趋势较强，特别是趋于瞬时效率。关于特定市场趋于瞬时效率的论断，价值投资和现代资本理论是一致的，但是对于现代资本理论中关于所有或多数市场都将趋于瞬时效率的观点，价值投资人却持有不同的意见。

在有效市场假说中，描述性的修饰词是“一贯地”（consistently）；而在价值投资中却是“持续地”（persistently）。“持续地”意味着大部分时间或较长一段时期的平均，而“一贯地”是指自始至终。价值投资中，投资人的投资具有或然性，从不具有必然性。

在理论金融中，一种证券恰好会有一个合适的价格。但在价值投资中，这种合适的价格却是一个范围值。价值投资中合理的价格被定义为“在不受任何行为压力的情况下，了解相关事实的自愿购买者与自愿出售者经过面对面的协商之后达成的价格以及其他条款”。使一个OPMI股东成为自愿出售者的一个必不可少的条件是OPMI市场价格升水，而使一个控制购买人成为自愿购买者的一个条件是控制公司的价值，它要高于控制购买人必须支付的包括一切费用在内的价格。通常，自愿出售的价格和自愿购买的价格之间的价差是并且应该是巨大的。

试图确定入市的时机，特别是确定普通股市场价位，似乎是现代资本理论中的一个重要因素。在价值投资中，投资人并不确定入市时机，而是利用当时发生的市场行情。对于现代资本理论来说，时机是关键，投资人必须确定OPMI市场上价格发生变化的时间。对于财务状况良好公司的控制投资人来说，价值投资的重要优点之一就是，作为参与者，他们趋向于取得决定公开上市和非上市时间方面的完全控制。对于使用价值分析规则选择并持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一种证券投资组合的非控制投资者而言，有一种很强的不关心时机的倾向。如果基础因素分析做得十分充分，市场表现就会良好；如果对于个股分析不透，那就选择一个包括5种或更多不同种类证券的资产组合。另外，如果该资产组合的市场表现不尽如人意，那么，问题并不是出在入市时机的不恰当，而是使用价值投资技巧做出的具体分析可能存在缺陷。

由于有效市场假说强调以OPMI市场价格作为真实价值衡量标准，这种观点存在着一些具体的问题。

- 有效市场假说不能区分未实现的市场损失与永久性资本减损。在有效市场假说中，它们是一回事或是等同的。
- 有效市场假说无法区分众多非OPMI市场参与者的账面收益和现金获利能力的缺乏，例如公司管理层通过首次公开发行公开上市。
- 有效市场假说无法说明众多OPMI投资人的需求是由有契约性担保的现金收入来满足，这种现金收入来源于利息支付，而不是总收益。例如，大多数持有免税债券的投资人最感兴趣的是持有这些债券产生的收入，而不是它们的市场价格。实际上，大多数免税债券的投资人是因预期其价值会增加而持有这一投资工具的，故而关注其市场价格走势的倾向十分明显。免税债券，也称市政债券，是由州、地方政府和它们的代理机构发行的债券，拥有广阔的市场。到1998年9月为止，大约有本金额为14 300亿美元的市政公债没有偿付。
- 有效市场假说在诸如雇员认股权等方面采取了不现实的观点。在价值投资中，并且根据常识，对于认股权的领受人而言，认股权利益的价值与公司发行认股权的成本显然没有必然的联系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 有效市场假说无法理解随着时间的推移，有契约性到期日的正常贷款的市场价格可以自我修正。

对价值投资来说，一种证券的既定价格能够表现同时存在的两种趋势：某一市场的无效率和另一个市场的有效率趋势。例如，考察437家公开交易封闭型投资公司的价格行为，这些投资公司根据《1940年投资公司法》(*Investment Company Act of 1940*)注册，该法案的修正案在1997年12月31日生效。这437家发行人的资产大体上只由可流通证券组成，其中大多数公司的资本全部是普通股，由于监管限制了它们的费用比例，许多公司都由基金管理人管理。共同基金的股票价格总是至少等于净资产价值（用资产的OPMI市场价格来衡量），或者因销售取费而溢价，溢价最高大约可达到净资产值的9%。与此相对照，超过80%的封闭型投资信托公司普通股以低于净资产价值的价格交易，并且一贯地以这种折扣价格交易。这有力地证明了OPMI市场趋于无效率的趋势。如果在所有情况下OPMI市场都是有效率的，封闭型投资公司普通股的市场价格将正好等于封闭型基金资产的市场价值，这是因为正像共同基金的情况一样，这些资产全部由可流通证券组成。这是出售时免佣金的共同基金的情况，不是因为任何外部市场有效率，而是因为共同基金发盘以净资产价值提前赎回普通股，不存在共同基金股票的其他市场。然而，几乎任何时候任何一种封闭型投资信托公司普通股都不会以低于净资产价值35%的折扣价出售。这说明敌意接管市场有趋于效率的倾向，因为就算确切知道当前存在的每只封闭型基金都已经采用效果显著的“拒鲨”条款（管理层通过对敌意收购要约的否决权实现自我保护），只要能以足够大的折扣价格获取股票的话，敌意接管就可以成功。

理论金融认为，在没有出现套利行为的市场上，OPMI市场价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格是合适的，或是正确的，因此优秀资源配置人在一定程度上以这样的一种观点为指南，即如果 OPMI 价格是错误的，了解真实价值的富有经验的投资人将会进入 OPMI 市场，通过他们的购买使价格达到恰当或正确的位置。这种观点忽视了现实情况，许多（可能不是多数）富有经验的长期投资人与内部人把一贯努力跑赢市场的未经培训的 OPMI 看成在公开上市交易或转为非上市公司交易以及向内部人提供离任补偿（例如，巨额一揽子经理报酬）时的盘剥对象。这种观点也曲解了富有经验的投资人应该做的与不应该做的事情。首先，他们并不一定需要在 OPMI 市场中购买。许多投资人购入股票并非通过在 OPMI 市场买入普通股，而是作为非货币报酬，接受认股权被确认日按 OPMI 市价行使的经理认股权。内部人通常希望在认股权确认日 OPMI 市场价格较低，但他们中的大多数人宁愿在一家非上市公司、并且认股权的执行价格可能是账面价值时接受认股权，而不愿在公司通过以账面价值 5~10 倍的价格作首次公开发行后接受认股权。如果普通股没有承载对企业的控制要素，那么大多数经验丰富的控制投资人也许从来不会在 OPMI 市场中有兴趣以任何价格购买任何公司的普通股。当然，这些人与机构从事远离 OPMI 市场的控制型交易，在下面的情形下，这些交易可以为他们带来发起人的报酬：

- 并购；
- 敌意接管；
- 公开上市；
- 转为非上市公司、杠杆收购、管理层收购；
- 重组问题公司；
- 消极资产管理人报酬。

与其他传统的金融方法相比，价值投资的一个基本原则是，多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数情况下为达到不同的目的，OPMI市场中许多普通股价格将远远高于假定OPMI市场不存在时公司价值的公平估计值，其他普通股的OPMI市场价格会远远低于把公司作为非上市企业和接管对象时公司价值的保守估计值。在现实世界里，控制人和准控制人利用OPMI定价与公司价值之间的差异套利。当OPMI市场价格非常高时，新证券以首次公开发行和不动产避税港等形式向OPMI发售。1996年，医用设备公司按发行人公开上市发行股票的价格，获得食品和药品管理局（FDA）初步批准的1亿美元股本的上市前股票发盘价值，虽然该企业实际上没有收益甚至存在报告亏损。当OPMI价格非常低，同时公司又具有合理、良好的财务状况时，可以通过转为非上市公司、并购、敌意接管等交易，从OPMI手中获取现有普通股股票（例如1990年大维超级市场的杠杆收购案）。

对于绝大多数公司来说（电力公用事业公司曾经是一个显著的例外），用于衡量企业价值的变量与用于评估在OPMI市场交易的普通股的变量有很大的不同。即使考察的变量相同（例如，近期收益前景），它们被赋予的权重也相差甚远，因此，没有根据断言OPMI市场价格是衡量公司价值最优或合理的尺度。

2.4 OPMI市场是唯一的相关市场

现代资本理论中，只有一个相关市场：OPMI市场。价值投资中有许多相关市场，包括：

- 外部消极小投资人交易市场；
- 外部消极小投资人投资市场；
- 公司控制市场；
- 杠杆收购市场；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 按照第 11 章重组制订非成文计划市场；
- 信贷市场；
- 首次公开发行市场；
- 诉讼清算市场。

某一市场的有效率定价本质上在另一市场是无效率的，例如 OPMI 市场中的有效率定价在价值投资的接管市场中可能是无效率的。寻求获得普通股在 OPMI 市场上交易的公司的控制时，如果他利用现金认购或证券交换的方式来争取获得控制，那么几乎任何控制买方都将不得不支付高于 OPMI 市场价格的溢价。控制买方在公开市场上或私下交易中用现金购入大量普通股时，也可能（但不是必须）要支付溢价，利用公司代理权，通过投票机制而不直接购买获得控制权的买方也会面临这样的情况。

价值投资中，市场价格的重要性不是一成不变的。尽管对于普通股的 OPMI 持有人来说，市场价格也许是最重要的，但是它对于普通股的控制持有人或正常贷款的非杠杆持有人而言，却并不重要。

2.5 投资分散化是防范非系统风险的一种必要保护

防范非系统风险的投资分散化是有效资产组合理论的中心原则，是资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model，CAPM）不可分割的重要部分。在价值投资中，投资分散化仅仅是关于公司、证券、控制、价格意识以及某些情况下为交易获取低成本融资的能力等方面详尽知识的替代，而且它替代的效果通常并不好。

价值投资人应集中投资还是分散化投资取决于投资人掌握的知识、控制权、外部（更可取的是无追索权的）融资和低廉定价的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程度。当然，有效市场假说的信徒应该从事分散化投资。有效市场假说是为那些研究证券市场价格却缺乏对公司详尽了解的投资人、非控制的OPMI以及完全没有价格意识的人提供指导的，因为这些人认为OPMI市场价格是一均衡价格的假定具有普遍适用性。然而，分散化投资策略似乎对遵循现代资本理论的消极投资人极为适用，但这并不意味着这一策略完全不适用于其他投资人。下面是一个投资人排序，按照一般原则，集中投资的集团和个人在前，分散化投资在后。

- 利用拥有的所有资源（自身的和财务的）开创即将面临的新事业的商学院毕业生；
- 现在正进行并购的商业公司；
- 杠杆收购基金；
- 风险资本基金；
- 拥有优质信贷资产，寻求合理数量现金收入的投资人；
- 知识全面的价值投资人；
- 知识全面的风险套利者；
- 典型OPMI；
- 利用现代资本理论的投资人。

2.6 存在系统性风险

有效资产组合理论认为存在系统性风险，即存在影响所有普通股公开交易的公司的共同因素。这些因素包括商业周期、市价指数的变动、利率和通货膨胀。价值投资对系统性风险也无能为力。以上每种因素对不同的公司和这些公司发行的证券都有不同的影响。20世纪80年代后期波及广泛的严重萧条带给Nabors工业公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的是帮助，而不是损害。当时 Nabors 公司有较强的财务实力，能够以极低的价格购买到大量的石油和天然气钻探设备，这在很大程度上是由于它所有竞争对手的融资能力出现了问题。20 世纪 70 年代市场的普遍不景气引起市场价格下跌，这使得 Crown Cork and Seal 公司能以极低的价格购回其发行的普通股。如前面章节中所指出的，较高利率意味着主要资产是正常贷款的 FSA 控股公司会得到较高投资收入。一般通货膨胀和与之相联系的成本上升阻止了许多新竞争者和现有竞争者花费巨额资金成为该行业新的竞争参与者或使原有的企业扩张，以便同卡明斯发动机公司在柴油发动机制造方面一比高下。若断言存在着影响所有美国企业的共同因素，就过于简单化了。但这是系统性风险的基本原则。

在非金融环境下，可能存在着系统性风险。如果一国国内充斥着政治不稳定因素和暴力事件，那么该国国内所有公司和投资者的境况会很糟。对于工业化国家来说，特别是美国，上述情况只是电影中的情节，是不现实的，希望美国永远保持现在的这种稳定。

2.7 价值由贴现现金流量的预计值决定

现代资本理论中，普通股的价值是未来股利的现值。比较而言，价值投资中普通股的价值是未来现金回收的现值，而不论回收的来源。现金回收可以来自控制利益、在 OPMI 市场销售、股东分配或各种转换活动，包括企业控制权的出让或以有吸引力的条件再融资。

布雷利和迈尔斯在《公司财务原理》一书中写道：“只有现金流量是相关的。”当然是对于价值投资目的而言，他们是错误的。科普兰、凯勒和墨里在《估价：衡量和管理公司价值》一书中写

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道："热衷于股票价值最大化的管理人应采用贴现现金流量（DCF）分析做出决策，而不是依赖于每股收益做决策。"

绝大多数成功的项目在其存续期内能够为公司所有者创造正的现金流量。然而，作为持续经营企业运作的公司很少能够自始至终创造现金流量。实际上，大多数公司都是相对连续的现金消费者，他们不得不通过获取外部资金，通常是借贷的方式以固定成本为现金缺口融通资金。价值投资中有 4 种公司估价方法，详细内容将在本书第 5 章"公司估价"中讨论。

无论如何，价值投资是建立在均衡分析方法之上的。它没有把预测未来流量放在首位，无论是现金流量还是收益流量。相反地，用以确定价值的相关因素是企业的资源质量、资源数量和长期财富创造力。利用价值投资分析，创造公司财富一般有 4 种相关的方式：

- 经营产生的当期现金流量；
- 收益，这里收益被定义为消耗现金时创造财富；
- 资源转换，即重新配置资产、改变所有权或控制权、融资或再融资；
- 通过借贷或发行权益证券的方式以极低的成本进入资本市场融资。

2.8 将公司基本视为持续经营企业，将持有可流通证券的投资人视为投资公司

现代资本理论把所分析的企业视为严格的持续经营企业，它连续不断地运作，以惯用的方式进行管理，以惯用的方式进行融资。估价基于确定未来流量现值的估计值，这里所指的流量是现金流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量或者收益流量。

对于价值投资来说，尽管所分析企业既被视为持续经营的企业，又被视为配置资产、重新配置资产、再融资活动（包括并购）的资源转换载体，但是估价却不仅基于确定现金流量或收益流量，而且还取决于对公司可分离的、可出售的资产的考察，对公司以及有吸引力的定价进入资本市场前景的评价。

由于一些假设条件的设定使得公司分析复杂化，比如不存在一般价格均衡；大多数公司在适当的分析中被视为从事日常运营的持续经营企业和运用资产、重新配置资产、为负债融资和再融资的资源转换公司；大多数企业可能将从事（或被迫从事）诸如并购、敌意接管和转为非上市公司等转换活动。

一旦把公司看成资源转换的综合载体，而不是一家严格的持续经营企业，那么估计未来现金流量或收益流量就不再是估价的唯一或主要因素。相反，在某一特定时刻现有资源数量和质量的测量就变得重要了。

一旦假定不存在一般价格均衡，支付的形式就比用OPMI市场价格衡量的交易的名义价值更重要。1亿美元现金和购并公司非公开发行普通股1.8亿美元的市场价值哪一个对控制卖方更有价值？在任意一桩兼并或杠杆收购交易中，除了价格外，以下因素差不多总是要着重考虑的：

- 税收对各主要交易方的影响；
- 购并方为交易融资的能力；
- 会计处理，特别是如果承替公司继续保持公众持股；
- 各方的事实说明和保证条款；
- 其他合同条款（例如，交易失败费用的处理）；
- 影响公司经理层的控制证券；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 中断交易的可能性和时机；
- 交易成本；
- 承替公司的可行性；
- 对内部人的财务奖励；
- 对 OPMI 市场价格的影响；
- 风险套利群体的可能反应；
- 少数股东诉讼；
- 政府批准。

现代资本理论中，把公司视为严格持续经营企业的假定主要有两种例外情况。第一种例外情况是当公司资产（有时是负债）的价值可以参照 OPMI 市场价格衡量时。因此，在有效市场假说中，一个正常贷款的资产组合只要被认定“可以出售”就将由市场估价。在这种情况下，此资产组合的未来利息收入潜力就被忽略了。即使在有效市场假说中 OPMI 市场上交易的资产几乎总是逐日盯住市场，也会出现 OPMI 市场价格与其不一致的例外情况，封闭型投资公司就属于这种情况，它们的资产组合几乎总是以低于 OPMI 市场价值的折扣价格交易。

第二个例外是关于并购会计问题：利益共享和控购会计哪一个更适宜。从持续经营的角度看，共享是会计处理的适宜方法，因为财务成果反映了合并公司经营的历史性收入。另一方面，控购会计是一种资源转换概念，它不仅把经营的结果引入到财务处理中，而且还包括获取另外的持续经营公司所支付的价格结果。如果此价格远远高于目标公司的净资产价值，未来收益账户将承担最多可达到 40 年的非现金费用，摊销了商誉。

现代资本理论中，似乎并不认为以持续经营假定为基础的分析所得出的结论与以资源转换假定为基础的分析所得出的结论是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同的，甚至常常是相反的。价值投资理论认同这种两分法，持续经营分析与资源转换分析都是成立的。应该强调哪一个，在很大程度上依赖于所分析的证券和从事分析的投资人所处的角度。

尽管在理论金融中非投资公司主要被评价为持续经营企业，只是努力地从经营中创造现金流量，但是评价持有这些公司证券的投资人是根据总收益概念，即现金流量加上持有的资产组合按市价计算的价值。然而，在现代资本理论中，尽管许多投资人把来自利息和股利支付的收入创造作为自己的主要投资目标，但投资人仍被视为投资公司的等价物。当然，根据分析的意图，还可以把他们视为持续经营公司的等价物。

2.9 投资人是单一的：他们一致的目标是连续获取风险调整后的总收益

在价值投资中，投资人并不是单一的。他们中的大多数具有多个投资目标，或者至少是多个投资目标的混合：

- 现金收益与总收益；
- 长期 OPMI 与交易 OPMI；
- 控制与 OPMI；
- 控制总收益，通常包括以离任补偿和获得有吸引力融资的形式得到的收益。

作为分析的一个部分，成功的价值投资人能够理解其他相关的观点：包括长期购买－持有 OPMI、交易 OPMI、公司自身、管理层、控制股东、政府机构、卖方、贷方、雇员、投资银行家、会计师与地方团体等各方面的观点。他们知道，作为获取超额收益过程的一部分，弄清谁具有核心影响力以及为使其满意需要做什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么，都是非常重要的。

将视线主要集中于资产配置和分散化的投资人和投资顾问本质上是以下列假设作为出发点的投机者：

- OMPI 价格是一种均衡价格；
- OMPI 价格会随着条件的变化而变动，因此重点在于当出现热门股或可能出现热门股时，什么热门买什么；
- 无需获得关于特定公司或者其发行的证券的太多信息；
- 他们是非常敏感的。

信奉理论金融的资产配置者通过致力于研究特定行业的前景和特定地理位置的发展来分配证券组合投资。近期前景越好，分配给该方向的资金就越多。另一方面，在价值投资中，资产配置由价格支配而不是由近期前景支配；一种股票的价格越低廉，依据三重均衡理论，投资于其中的资金比例就越大。

2.10 市场效率意味着缺少一贯地或持续地获取超额收益的市场参与者

现代资本理论关于市场效率的基本假定已经丧失了现实基础，所谓市场效率是指对于使用现代资本理论进行分析和投资的 OPMI 以外的任何参与者而言，不能一贯或持续地获取收益。实际上，控制投资试图避免涉及证券（除了普通股消极持有人的认股权和特权外）、不动产的利息收入、优先股、贷款、交易应收款项或者租借利息。在美国公司或金融业中如何获得这些额外的东西是一个值得系统研究的课题，本书第 8 章“发起人与专业人员的报酬”对此进行了详细分析。

在很少或没有由外部力量强加纪律的市场中，市场效率唯一合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理的界定是必须持续、甚至一贯地获得超额收益，市场的所有弊端都将暴露无遗。

可以推断，在资产价值以市价标价的任何市场，从来不能获取超额收益。这里，收益决定市场价值，只要收益增长，市场价值就会有相应增长，所以不能获得超额收益，至少不能获得这些资产所创造收益的市场价值的一定比例。然而，当产生超额收益的资产不具备流动性时（例如，源于代理机构管理控制的高层管理人员薪水、保护高级管理层的“拒鲨条款”的章程与规定），这也许就不是一个有用的观点了。价值投资中，通过考察收益/成本（或折旧成本）与考察收益/市场价值这两种比率来测量额外收益，它们的作用是相同的。强调成本或市场取决于特定的环境。

现代资本理论中，效率意味着所有信息都会影响 OPMI 市场价格，因此在一个 OPMI 市场中没有任何参与者能够一贯获取超额收益。对于价值投资来说，效率意味着不仅存在 OPMI 交易市场，在这个市场里有现代资本理论模式的效率，而且存在许多有很少或没有外部约束的市场，参与者总是能够在这些市场里持续地获得超额收益。实际上，在这些有很少或没有外部约束的市场里，如果不能持续获取超额收益，从价值投资的角度看，这些市场就是无效率的。

执着地寻求获取超额收益的积极投资人应寻求没有外部约束或外部约束弱的领域。以下被认为是施加约束以限制市场参与者获取超额收益的力量：

- 竞争性市场；
- 董事会；
- 客户；
- 卖方；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 工会；
- 同业协会；
- 社会和宗教意识。

以下市场是当今美国限制性最小的领域：

- 最高管理层报酬；
- 原告律师；
- 投资银行家；
- 破产专业人员；
- 杠杆收购发起人与经纪人；
- 共同基金管理公司；
- 对冲基金管理人；
- 纳斯达克市场做市商；
- 纽约证券交易所（NYSE）经纪人。

现今的美国金融市场远不如曾经出现的辉煌时期，许多领域都存在着问题。下面就是存在问题的一些领域：

- 美国金融体制中发起人报酬过高；
- 在重组股份公开公司时，无论是院外协商解决还是按第11章的规定操作，债务人、特别是债务管理人都得到了太多的保护和补偿；
- 首次公开发行相对其实际公司价值定价过高；
- 尽管特定发行有优点，但是呈现压倒之势的制度性压力的存在，使得发行人获取资源，进而把巨额平均价差转移到金融业；
- 交易市场的监管工作极为繁重；
- 投资公司的监管极为烦琐。

尽管与其他经济领域相比，美国税收管理十分富有效率，但税法是令人生畏的。税法的复杂性是一个麻烦的问题，美国国税局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Internal Revenue Service，IRS）制定的法规必定是复杂的，因为法规的最终目标是决定税收的数量。至于其他衡量体系，特别是公认会计准则，不必复杂化。公认会计准则没有给出最终结果，确切地说，它仅仅是分析人员用以确定近似价值和帮助考察备选措施的客观尺度。从纳税人角度看，一项应纳税事件包括 3 个要素：①税率是多少？②纳税人能否控制税收支付时间？③引致税收的事件能否也会创造出用以支付税收的现金？

2.11 普遍规律是重要的

现代资本理论和一般经济学主要强调应用普遍规律。尽管其他成熟的社会科学，如法律和心理学，承认普遍规律的重要性，但它们更注重案例之间的个别差异。价值投资方法也提倡普遍规律，但这些普遍规律存在重要的例外。第一个例子是：价值投资的一个普遍规律是季度收益报告并不重要；而每季度的收益报告对于寻求公开发行普通股或在兼并交易中发行普通股的公司是至关重要的。第二个例子是有关价格方面的：价值投资中，普遍规律是尽可能以低价买进，也就是说，如果一家企业是私人企业或接管对象，购买其证券的价格不能超过投资人估价的 50%~60%，这个例外是，如果你从事风险套利，就应准备支付更高的价格（即有一个不同的定价标准）。这里，50%~60% 的指导线可能变为 90%~95%。

对于应用者来说，与理论金融的价值相比，价值投资分析方法的最终价值取决于各种假设条件的现实性和实用性。短线交易策略与消极购买－持有策略都有效，却依赖于所应用的环境。做短线交易，现代资本理论方法似乎远比价值投资方法有用；对于消极购买－持有的投资策略，价值投资似乎比现代资本理论更有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效。显然，本书的基础是，相信在大多数情况下和多数投资过程中，价值投资对大多数参与者的帮助比理论金融更有效、更实用。另外，本书也有力地证明了这样的观点：在颁布证券法和监管条例时，在决定有关证券估价和信息披露的诉讼法案时，在颁布依照公认会计准则制定的会计准则时，从公共政策的角度看，价值投资应是选择的背景。

在任何特定的价值投资分析中，个别差异比普通规律重要得多，因此，本书涉猎的仅是“大多数情况”，而非“所有情况”。例如，在管理公司事务中，管理层出于长期结果考虑所采取的行为多数情况下最富有成效；在许多例子中，只要近期因素使创造现金流量的能力或公司长期价值下降，就需要忽略考虑这些因素。如果公司需要通过寻求外部股权资本进行融资，对近期的考虑可能就占据主要地位。明确地说，大多数情况下，公司管理人应致力于提高现金流量和基本公司财富，即使这将会牺牲每股即期收益和近期季度每股收益报告也在所不惜。如果公司或公司的内部人短期内需要增加股权资本（如未来 12 个月内），最好是设法增加每股收益和按华尔街分析家喜欢的方式来做，比如使公司在一个产业中成为单一经营企业而不是多元化经营企业。这里中长期意识带来的风险似乎没有公司或内部人能否以销售价格全部售出发行的股权证券的风险那么大。

另外，价值投资认为，在大多数情况下，你对基本要素的评价远比你猜测其他人对它们的评价更重要。当发行人和发起人等积极行为人寻求进入外部资本市场，特别是股权市场时，其他人的评价（传统 OPMI 市场常识）对这些积极行为人极为重要。对大多数公司而言，寻求这样进入的行为是一件非常规的、偶然的事件，而不是一个连续的过程，但有几种类型的发行人例外（现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只占发行人的少数），比如电力公用事业公司、成长中的财务公司和许多房地产信托投资公司。

价值投资的整个过程中，权衡问题非常棘手。在简化的情况下，可以说首次公开发行定价过高会导致资源配置不当，因为它会导致对热门产业的成长性公司过度投资，对经济的其他部分投资不足。也许事情就是如此，但显然首次公开发行的过高定价实际上在美国创造了一个具有相当活力的风险投资产业。最近几年，这样的投资，可能再加上由于削减防务开支而遣散的技术性人才供给增加，使美国经济的龙头是与高技术相联系的创新与运作，比如数字通信领域和生物技术领域。当然，这种首次公开发行现象使得许多高技术公司成为真正的企业，因为作为公开上市过程的结果，它们的财务状况极佳。首次公开发行的流行也导致管理人员兢兢业业。大多数首次公开发行仅为公司筹集到了资金。内部人若在首次公开发行之后实现现金回收，该公司通常一定会繁荣发达。首先，内部人以每股 2 美分的价格获取普通股，再以每股 10 美元价格进行首次公开发行，在获得净值的过程中这犹如宴会的第一道开胃菜一样。为了把这种账面净值转换成有意义的现实，一般情况下要求该企业实现实际上的繁荣。

对于大多数上市公司来说，为筹集一定数量的资金，销售新发行普通股的做法与在各种信用市场寻求获得其他外部资本的做法相比，效果差强人意，后者包括银行贷款、其他机构借款或发行债券。然而，当股权资金为发行人提供了允许以更优惠的条件获得更优先借贷的基础时，销售新发行的普通股就是非常重要的了。也许最为重要的是，大多数积极的管理人完全相信 OPMI 市场在以下两个方面是变幻莫测的：①任何特定时间上的定价与企业价值；② OPMI 市场作为新的股权资本来源的有效性，企业大多数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新股权资本因此得自于留存收益，而非新发行普通股的销售收入。这样做时，大多数积极的管理人首先严格地关注企业的需要，包括进取和防御两方面；其次关注 OPMI 的需要或意愿。实质性合并不会发生。

2.12 风险被限定为市场风险

对于现代资本理论而言，风险就是市场风险，即证券的价格将发生怎样的变化，但是对价值投资来说，风险在大多数情况下是指投资风险，即企业内部将发生怎样的变化和在不考虑证券市场价格情况下企业已发行证券的费用支付发生什么变化。价值投资人主要用购买－持有证券的支付价格衡量企业出现了什么问题以计算风险。对于使用价值投资规则购买证券的消极投资人来说，分析一种证券需要 4 个步骤，下面按照它们的重要程度降序排列：

（1）价格与非上市企业的价值或接管价值相比较；

（2）从投资角度合理预期企业会出现什么样的问题，而不是从市场角度；

（3）思考未来 3 年、5 年或者 7 年内合理的退出战略；

（4）普通股市场中需要考虑的因素。

在大多数情况下，多数分析家认为第 1、2、3 步骤是非常重要的，而第 4 步骤则可以完全忽略。

2.13 宏观因素是重要的

在美国与大多数工业国家政治上都很稳定的情况下，宏观因素成为分析与投资的重要因素在价值投资中实际上是很罕见的。宏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观因素在1929、1933、1937年可能是重要的，或许还有1974年。严峻的宏观事件很少发生，以致价值投资的信徒能够有把握地忽略它们。忽略它们的另一个理由是因为似乎没有人能够事先预见到它们。

理论金融认为，利率水平、各种股指水平、国内生产总值（GDP）、就业数据以及通货膨胀等宏观因素，实际上在多数评估过程中都是极端重要的指标。而对于价值投资，无论是购买－持有证券或是作为控制根据的证券，在决定它们价格走势的因素中，个别企业行为总比宏观因素重要。当然，上述特定年份除外。

就价值投资所考虑的总体环境而言，第二次世界大战以来发生的令人惊讶的、持续的、广泛的工业衰退是显而易见的。与20世纪30年代不同的是，现在这些衰退很少或几乎不会产生多米诺骨牌效应。即使美国经济总体上是繁荣的，但1973~1998年几乎美国的所有产业都经历过衰退，其严重程度就像30年代某些特定产业曾经经历过的那样。这些严重的衰退影响着汽车工业、铝业、钢铁、机床、能源、银行业、房地产、储蓄和放贷、农作物播种、航空公司、水运、零售业以及核电工业，其他行业也未能幸免。写作本书时，半导体工业设备供应商正处于它们曾经经历过的那样严重的衰退之中。用企业资源的质量或数量来衡量，许多处于衰退行业的公司的公开交易普通股都超跌，而用价格/即期收益和价格/近期预测收益两个比率衡量，这些普通股则非常昂贵。

2.14 债权人控制是一个并非问题的问题

现代资本理论中，适当的资本化是由OPMI的需要和意愿来推动，而在价值投资中，是由公司需要和分享权力的欲望推动资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化。资本化问题将在本书第7章“资本结构”中详细讨论。

大多数公司都借贷资金。由于它们和贷款人之间的合同以及对贷款人的需要和意愿可能过于敏感，使得贷款公司在股东分配方面将受到很大的限制。这些贷款人包括金融机构和商业信用的提供人。近年来出现的共同基金和持有高收益次级公司债与优先股的个人对股东分配的影响逐渐加大。

2.15 交易成本是一个并非问题的问题

理论金融中，除破产成本外，交易成本几乎被忽略了。价值投资中，实际上华尔街所涉及的所有领域中的金融交易（贴现经纪业除外，并且这一结论也是值得怀疑的）都包含巨额交易成本。对于金融活动的某些参与者来说，巨额交易成本意味着巨额交易收入，甚至在扣除间接费用后交易收入仍十分可观。

2.16 自由市场优于有管制的市场

许多人（可能是大多数人）都否认资源配置是投资活动存在的主要原因。多数人可能认为金融业存在的主要目的是为投资人预先准备保护，特别对于OPMI普通股的投资人。他们似乎这样推断，如果投资人获取预先保护，就有一先验结论产生，即导致有效率的资源配置。本书并不赞同这种观点。如果投资决策是由以一贯跑赢市场作为投资目的、缺乏相关知识的、如同海洋食物链中的巨藻和浮游生物的消极反应人做出的，那么最终会导致有效率的资产配置的假定是不成立的。

最重要的是要意识到，在任何经济制度下，所有金融体系中都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

充满着无效率的要素、不当的资源配置、摩擦、本质上的不公平以及相互之间的权衡。例如，在证券交易市场高度完善的环境中运行的经济是成熟的，但是大量证据显示，没有严密的管理，这种完善不可能达到，因为明显包含妨碍达到效率的要素。对纽约证券交易所内交易的严密监管就是其中的一个例子。就目前的情况而言，即使从公司的长期角度承认 OPMI 市场有许多（可能是多数）普通股的价格总体上背离均衡价格，但美国金融体系的资源配置功能还是有效的。

然而，历史上对投资者保护的重视使所有美国资本市场得到极大的间接利益：

- 美国交易市场极为健全；
- 美国公开信息披露体系是最完善的；
- 对于受托人与准受托人的监控是相当严密的；
- 优先信用市场，无论是公募市场还是私募市场，都趋于效率，这一定程度上是因为公司信息披露制度，特别是审计制度已经建设得非常完善。

相反，美国注重保护投资人（即保护 OPMI）也产生了负面影响。

- 公认会计准则的作用下降。它们被用于寻求报告收益的真实性，而不是作为分析的基本工具，为知识丰富的投资人提供客观标准。
- 不切实际的法律理论层出不穷，关于市场欺诈的法律诉讼就是例子。它假定 OPMI 市场价格的下跌是内部人欺诈的证据，因为如果内部人已经做出了充分的信息披露，普通股从来不可能在有效市场中达到高价。
- 由律师报酬驱动的股东诉讼已经很平常，而因要明辨是非而引发的诉讼越来越少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 许多公司管理人员和积极投资人对短期成果的兴趣远远高于对其真实生产力的兴趣。
- 对于需要进入资本市场的发行人来说，报告收益是第一位的，也就是说，那些数字本身要比数字所代表的含义重要得多，特别是短期情况下更是如此。

基于所服务的利益集团是注重短期意识、无经验的 OPMI 这一观点，有效市场假说已经引发了许多问题。因为无法区分信用风险和其他风险，这些问题成为 1987 年股灾爆发的最直接原因。而且，这些问题培养了一种环境，在这种环境下 OPMI 认为他们不必了解所有的事情。

证券交易委员会有 3 个最重要的职责，这些职责与自由市场之间存在着一些矛盾。如果证券交易委员会在这些领域不加强监管，OPMI 投资环境将与大多数新兴市场一样糟糕。这些职责是：

- 提供公平的、有秩序的交易市场；
- 向投资者提供信息披露；
- 对受托人和准受托人实行严格监督。

2.17 OPMI 市场比任何单个投资人能获得更多的信息

价值投资是无效的，除非实际从业人员假定针对他们自己的目的，能够获得比 OPMI 市场更多的信息。这是一个不切实际的假设，因为大多数消极价值投资人是长期购买－持有投资人。有效市场假说的命脉——对短期市场因素的考虑，在价值投资中是不重要的。这并不是说与 OPMI 相比，价值分析家能够获得更多的信息，而是价值分析家以一种更有效的方式使用可获得的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.18 市场是有效率的或者至少是趋于瞬时效率

有效市场是有效市场假说的一个基本规则。在价值投资中，所有市场都趋于效率。有时，一些市场，像OPMI交易市场，存在着瞬时效率的强烈趋势。在具有瞬时效率特征的市场里，价值投资与理论金融二者之间没有分歧，但是大多数情况下，多数市场似乎不能达到瞬时效率。正因为如此，即使价值投资承认在所有市场中都普遍存在着趋于效率的趋势，现代资本理论与价值投资之间实际上还是有一个很大的分歧。在很多市场（例如，共同基金管理费用或众多上市公司最高管理层的薪酬），趋于效率的趋势似乎十分微弱，以致忽略它是切合实际的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章
Chapter3

格雷厄姆－多德基础因素分析

赛跑并不总是跑得最快的人赢得胜利，就像战争中也不常是强者取胜一样——但那是一种安排自己金钱的方式。

——达蒙·鲁尼恩

本杰明·格雷厄姆与戴维·多德赏识并了解丰田自动织机工程公司的普通股，它是他们所推荐的净资产价值净额之一，净资产价值净额是一种证券在扣除所有负债之后，其交易价格低于丰田公司流动资产（包括可交易证券）的市场价值。与价值投资人不同，格雷厄姆与多德认为丰田公司普通股是国际市场上的异常例子。因为在国际市场上绝大多数企业只能视为持续经营企业，而不能作为有现实资源转换前景的企业。另外，格雷厄姆与多德在评估丰田公司普通股时，可能着重考虑了日本经济的前景和东京证券交易所的价格，价值投资忽略了这些因素。

格雷厄姆与多德的信用分析无法涵盖对凯马特公司债务或其他处于困境的发行人的债务的所有评估。格雷厄姆与多德对于固定收益证券的分析大体上限定于对以本金或接近于本金的价格进行交易的工具其资金拖欠可能性的评估。

格雷厄姆与多德著作很多。《证券分析原理与技巧》（*Security Analysis, Principles and Technique*）一书在1934年第1次出版，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1962年出版了该书的第4版。格雷厄姆撰写了《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*）一书，1973年出版了这本书的第5版。钟情于有效市场假说的新经济学家在1988年出版了格雷厄姆与多德合著的《证券分析》（*Security Analysis*）一书。

尽管当今一些经济学家，诸如1991年出版了《安全边际》（*Margin of Safety*）的塞思·卡拉曼，采纳了格雷厄姆和多德的原理，但20世纪70年代以来出版的金融文献90%以上都只重视现代资本理论，特别是有效市场假说。虽然如此，一般还是认为格雷厄姆与多德创造了基础分析的圣经。关于格雷厄姆与多德所著文献的一件有趣的事情是实际上只有极少数人阅读了该书。

格雷厄姆－多德分析方法与价值投资方法有许多共同之处。这两种方法都注重长期基本分析，摒弃了证券从业人员与有效市场及有效资产组合相关的理论所推崇的所有技术性图表分析。格雷厄姆－多德分析与价值投资都重视长期投资策略，而忽视交易策略。分析公司时，两种方法都反对过分强调短期经营成果；在涉及财务会计问题上，两者都认为，在多数情况下，数字的含义远比报告数字的大小更重要。也许最重要的是格雷厄姆－多德分析与价值投资都有极强的价格意识。在这两种方法中，如果某一投资人能以足够低的价格购进股票，他获得长期投资成功的可能性会很大。格雷厄姆－多德理论称这种低价格意识为安全边际。价值投资也接受价格意识，但又强调公司现存资源的质量。

尽管存在这些相似之处，但价值投资与格雷厄姆－多德的基础因素分析之间还是存在着相当大的差异。抽象而简单地讲，格雷厄姆和多德是从追求高股利回报、资本增值和退出战略的可交易证券小持有人的角度，分析可交易证券，这里，退出战略设定只能在公开市场上把证券卖给其他小投资人。价值投资则本质上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是从多个角度着手进行分析，不仅包括外部消极小投资人，而且还包括公司自身、优先债权人以及现在或潜在的控制股东。价值投资方法安排了多种可能的退出途径：在公开市场上卖给其他小投资人和资源转换行为，包括兼并与收购、清理、巨额再融资和子公司独立。下面是格雷厄姆－多德分析方法与价值投资的4点基本区别。

（1）格雷厄姆和多德的目标是估计在由OPMI组成的市场上的证券出售价格，而价值投资则侧重于企业作为非上市实体或接管对象的价值。格雷厄姆和多德试图防范市场风险，而现代价值分析却试图防范投资风险，完全忽视了市场风险。

（2）格雷厄姆和多德对债务工具的信用分析仅仅包括了资金拖欠的可能性估计，而价值投资对债务工具的信用分析的基础是假定在资金拖欠已经发生的前提下，确定债权人通过重组或清算可能实现的价值是多少。

（3）格雷厄姆和多德认为宏观因素（例如，经济预测、标准普尔500种股票指数（S&P500）或其他股票指数的收益预测、部门和行业收益预测）是公司证券分析的关键所在；而价值投资则认为这些宏观因素是与之不相关的。

（4）普通股分析中，格雷厄姆和多德赞同收益账户理论的首要地位：分析从考察过去的收益记录开始，股东的未来收益部分由未来经营业绩衡量，部分（至少在《证券分析》的老版本中）由以低于“中心价值”的价格获取证券来衡量，而中心价值本质上是一般股票市场统计的函数。对于价值投资来说，没有任何普遍规律可以放在首要地位。利用价值投资方法购买普通股的均衡分析要求，分析时要考虑企业现存资源的质量或数量，而且股东的未来收益部分由许多可能的方案来衡量，包括未来经营业绩、兼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并与收购、条件极具吸引力的再融资、子公司独立、公司离析以及转为私人控股，部分由以低于一家私人企业价值或接管价值的价格来获取证券衡量。

3.1 市场风险与投资风险

在格雷厄姆与多德的《证券分析》1988年版上有这样一段精彩的描述：

很明显，债券合约本质上是不具吸引力的。为换取分享未来收益的有限权利，债券持有人获得了对借款人创造的现金的优先要求权和在约定日期明确偿还的承诺。盈利的增长将增强投资人的信心，却并不意味着收益的实际增长。然而获利能力的下降将带来忧虑和证券市场估价下跌。

为什么获利能力的下降没有带来更大的忧虑和公司普通股持有人对市场行情进一步下跌的估价呢？事实上，如果债券是充分担保的或者债券有契约充分保证的，不会发生资金拖欠，并且无论市场价格是多少，债券持有人都不会对持有债券感到忧虑。成熟的债券持有人也许会断定他们不可能预测出OPMI市场上较低级别债券的价格，从事价值投资的大多数人无疑也会有这样的推断。

格雷厄姆和多德关于持有获利能力下降的债权人发行的债券存在着大量的OPMI市场风险的判断也许是正确的。忽视了市场风险，只认真分析是否存在投资风险并加以防范时，显然会创造大量的投资机会。假定存在良好的契约保护，在由忧虑和获利能力下降造成市场下跌的估价后，债券形式是不是已不具有内在吸引力了呢？如果投资人不愿意忽略市场风险，他们会错过获得似乎完全没有投资风险的债务工具的机会（例如，1995年凯马特公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信用债券的机会，本书在第14章重组问题公司中讨论）。对凯马特公司信用债券所做的投资分析主要围绕这样的事实：绝对没有理由断定这些证券是以市场最低价或接近于市场最低价的价格购进，因为OPMI舆论认为凯马特公司近期前景是黯淡的，并且作为一个经营单位，凯马特公司已处于难以自拔的困境中。

3.2 信用分析

在《证券分析》1962年版中，格雷厄姆和多德这样写道：“安全性不是用特定留置权或其他契约权来衡量，而是用发行人履行所有契约的能力来衡量。”如果有人只侧重市场风险而忽略了投资风险的话，这就是正确的命题。他们继续写道：“因此，在理论上债券投资的正确程序是首先选择一家具有满足各种实力和合理性检验的公司；其次购买它发行的通常是次级而非第一质押的最高收益的证券。”在价值投资中，只有当分析家能够确定一家信誉卓著的公司将继续保持信誉直到债券偿付之后，购买次级证券才会有一些优点。几乎没有人善于预测公司的未来前景。进一步讲，因为优先贷款人会要求企业扩大它们的借贷基础，许多（可能不是大多数）才发行次级债券和优先证券（即次级证券）。换句话说，如果这些公司是信誉卓著的，那么首先它们不可能发行次级证券。

进行信用分析的价值投资人是契约的从动者，他们与信奉格雷厄姆－多德基础因素分析的投资人正好相反。1992~1997年，Eljer产业担保银行债务是体现契约重要性的一个很好例子。银行债务实际上是由Eljer和其子公司的全部资产作为担保的正常贷款。Eljer的一家主要子公司——美国Brass公司已按破产法第11章的规定提出救助申请，然而，Eljer行使巨额产品赔偿责任求偿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权在理论上还是可行的，假如这样的话，那些求偿权就成为无担保契约，仅次于 Eljer 银行债务。所有 Eljer 契约都会变得相当疲软，而且持有 Eljer 银行债务甚至可能会有某种市场风险。然而，由于它的优先有担保的头寸，无论按第 11 章规定子公司采取什么样的程序，都很难解决如何不把 Eljer 银行债务作为一个整体的问题。

3.3 宏观因素

本杰明·格雷厄姆特别提到宏观因素。在《聪明的投资者》一书中，他写道：

审慎意味着他（投资人）充分了解股票市场的历史，尤其是价格水平的重大波动、股票价格总体与收益、股利之间的变动关系。依赖这一背景，在不同的时期，投资人能够形成某些关于市场吸引力水平或市场危险水平的有价值的判断。

在某种程度上，格雷厄姆和多德确信一般市场因素比自下而上的基础分析更重要。这是价值投资强烈反对的一种观点，部分是因为财务状况良好公司的低价使这些公司成为并购或转为私人控股的候选人，但格雷厄姆与多德却忽视了这种可能性。

我们将以基于实践而非理论的实际观察做出结论。当一般行情上涨时，许多个股按客观标准衡量无疑是被低估了，因此相对于其他股票的膨胀水平，更具有吸引力。这会诱导分析家把这些证券当作不常见的机会来推荐。不仅仅"被忽视的证券"在牛市继续被忽视，而且当市场出现向下逆转时，价格可能伴随着一般行情一同下滑，并且下滑的幅度是相当大的。总之，当多数股票都处于高价位时，小心"便宜货"（《证券分析原理与技巧》，1962）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当分析的目的是预测近期OPMI市场价格时，这种观点是有意义的。然而，当分析的目的是估计企业的基础价值和发展动态时，这种观点就没有意义了。

价值投资人认为，至少对美国经济而言，花费大量时间研究宏观因素，无论是与总体经济相关的宏观因素，还是与证券市场相关的宏观因素（例如，标准普尔500种股票指数），不仅是浪费时间，而且还是那些在公司分析的任何方面都观点一致的无能之辈的避风港，他们通过对无法预测的事情做出预测来显示自己是明智的。

价值投资人不会把对一般经济前景、股票市场前景或者利率前景的预测作为投资决策的因素。其理由（但远非唯一的理由）是几乎没有人擅长进行这种预测。此外，只要所投资公司连续显示出可靠性，购买－持有价值投资人应该愿意降低平均价格。可靠性表面上是公司分析的函数，而不是市场价格的函数，它要求考察企业资源的质量和数量。既然投资人可能在整个经济周期都持有业绩优良公司的证券，很少或从来不在市场低迷或接近低迷时购买证券，那么为什么他们现在痴迷于试图预测未来两年的通货膨胀水平、标准普尔500种股票指数、亚洲和俄罗斯的发展前景以及利率水平呢？

根据价值投资的观点，以往公司繁荣创造的证券交易远远多于熊市创造的证券交易。价值作为一个动态概念，不断地发生变化，如果你把适当的证券放入普通股投资组合中，价值会不断地增值。例如，Capital South-west、Zygo、Raymond James Financial、St. Jude Medical以及MBIA，由于这些公司的业绩，使得1998年与20世纪90年代初相比，它们的资产更有价值。假定这些公司中的每一家在1999年和2000年的表现都令人失望，但每家公司的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值仍远远高于前几年。

就像第 2 章宏观因素一节中指出的那样，价值投资部分地建立在这样的事实基础之上，即自第二次世界大战结束以来，经济周期发生了一个基本的变化。遵从价值投资规则的 OPMI 采取最好的定位是，只要美国（或无论在哪里进行投资）政治稳定和没有街头暴力流血事件，就应该满意，满意意味着尽管许多投资人将会承受损失，但是赢利的可能性也处处存在。

就在写作这本书的时候，道琼斯工业股票指数正在创纪录的 9 000 点高位上徘徊。财务状况良好公司的普通股是不是正在以低廉的价格卖出？非常可能。普通股低迷的两个领域是日本公司（东京证券交易所指数已从 20 世纪 90 年代初期的 40 000 点直线下跌至 14 000 点左右）和美国本土的半导体设备的制造商，半导体设备制造是一个周期性衰退的产业。

3.4 微观因素

格雷厄姆和多德对微观因素的基本假设是一家公司应该被看作一家独特的持续经营企业，即未来也会在同一产业里像从前一样继续运作。普通股持有人的收益来自在公开市场上出售盈利能力和可分配收入增加了的企业的普通股。当以低于“中心价值”的价格取得普通股时，就实现了更高的利润。凭借这一独特的持续经营背景，格雷厄姆和多德采取以过去收益记录作为分析权益证券的出发点的立场是完全可以理解的。

盈利能力的概念在投资理论中具有明确、重要的地位。它将过去几年实际收益业绩与根据以往水平或趋势得出合理预期（除非发生异常情况）结合起来，业绩依照以下两条标准之一来衡量：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

①普通股每股收益；②普通股权获得的利润率（《证券分析原理与技巧》，1962）。

格雷厄姆和多德基础因素分析的目的在于判断OPMI交易市场未来的价格趋势。任何时候，对于大多数证券来说，格雷厄姆和多德能够正确地观察到，即期收益对独特的持续经营公司的普通股市场价格的影响可能远大于即期账面价值对其的影响。在他们看来，收益对公开交易普通股的作用远比账面价值更重要。

基本事实是，除了某些有限制的普通股外，资产价值在股票市场实际上被忽略了。不仅如此，某种意义上有形资产价值在公司报表中是一个负面因素。在收益数量既定的条件下，净值越大，获利能力或资本的收益百分比越低，因此业绩就越令人不满意。市场诱惑我们接受这种关于市场状况的判断，并将我们对于资产因素的处理限制在特别案例或特定范围内，在这些特定情况下，资产净值清楚地显示出对平均价格施加的影响……分析家……应该了解普遍忽视资产因素的所有后果。尤其是他们应该仔细考虑这一相当令人吃惊的事实，即只要企业采取股份非公开形式或合伙制形式，出现在资产负债表上的净资产价值可能就是决定企业“价值”多少的依据。但一旦企业以股份公开形式出现的话……净值数实际上就失去了它全部意义。而“价值”就几乎只能依赖于预期收益了……从更广的角度看，我们会发现在任何时候，对于绝大多数公司来说，净值数的作用十分微弱以致在估价过程中可以排除在外（《证券分析原理与技巧》，1962）。

价值投资分析方法可以易如反掌地让格雷厄姆和多德改变看法。价值投资人把他们所投资的公司不仅视为独特的持续经营企业。在任何给定3~5年的一段时期内，对于大多数公司而言，用格雷厄姆和多德的话来说，可能“必然发生一些异常情况”（《证券分析原理与技巧》，1962）。这些异常情况或变化事件，包括并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购、敌意接管、巨额再融资、公司离析、子公司独立以极具吸引力的价格进入公募或私募市场以及转为私人控股等。证据显示，在延长期很少有公司还会保持独特的持续经营企业，电力公用事业过去常常能够这样，但现在它已不能这样了。

在这样的背景下，就不难理解信奉价值投资方法的许多从业人员放在企业资源质量和数量上（资产负债表分析）的注意力至少等同于他们对收益记录（收益账户分析）的关注。在价值投资中，假定所有企业不仅应该被评价为持续经营的企业，而且还是非上市企业或接管对象，或当资产负债表成为重要因素时注定从事其他资源转换活动的公司。历史上大多数公司都是这种情况。格雷厄姆－多德分析把管理层作为持续经营企业的经营者，而价值投资分析不仅把管理层看作持续经营企业的经营者，而且还是利用资产、重新配置资产、融资以及为这些行为再融资的投资人。

一般说来，过去收益记录并不是预测收益和现金流量最有效或唯一的工具。在价值投资中，企业现存资源的质量和数量也是一种基本的预测工具。在价值投资中，过去收益记录和现有资源都被用来预测未来经营成本。

价值投资中通常有多种退出策略，不只是在 OPMI 市场销售以收回普通股投资：从诸如兼并、子公司独立、资产剥夺、再资本化、股份回购（包括通过现金投标价、交易投标或兼并交易的杠杆收购）等未来转换事件中获得价格溢价。如果这些资源转换事件被视为一种长期准则，那么价值投资至少应该同样地强调企业资源的质量和数量，而不是只将收益账户视为首要因素，这是符合逻辑的。

格雷厄姆－多德理论没有忽略资产价值，价值投资也未忽略收益或收益记录。但是格雷厄姆－多德理论与价值投资之间根本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的差异在于分析中分配给收益和资产的相对权数。按实践术语讲，格雷厄姆和多德在大多数证券分析中强调的微观因素是：

- 收益；
- 收益趋势；
- 股利；
- 产业识别；
- 股本收益率；
- 与其他产业参与者的比较分析。

价值投资强调的微观因素与杠杆收购发起人所强调的微观因素相类似。

- 融资能力。
- 近期前景。
- 退出策略：

（1）未来在 OPMI 市场出售；

（2）再融资；

（3）由另一实体收购。

当然，进行价值投资的 OPMI 与杠杆收购买方所处的地位截然不同，通常后者能利用公司资产帮助其购买控制权融资。OPMI 无法从他们的消极投资中获得控制利益，并且实际上也不能通过更灵活或更具主动性地利用资产来加速公司资产收益的变化。从事价值投资的优秀的 OPMI 试图通过购买比杠杆收购更安全和更低价的证券来弥补这种差距。事实上，在每一种情况下，进行价值投资的 OPMI 所购买普通股的公司应该具有非常健康的财务状况。如果该公司近期会成为杠杆收购或兼并的对象，那么 OPMI 在购进时应努力使支付价格不超过他们认可的普通股购买价格的 50%~60%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在《聪明的投资者》一书中，本杰明·格雷厄姆有一段关于美国铝业公司1970年收益报告的精彩论述。论述以两句极为合理的忠告开始："第一，不要过于重视单个年份的收益；第二，如果特别重视短期收益，要留心每股数字中的'傻瓜圈套'。"

关于美国铝业公司的论述是题为"影响每股收益的因素"一章的一个部分，它说明了来自1970年美国铝业公司经营的经常性收益和非经常性收益之间的区别。该章中的所有内容都和关于收益账户分析的价值投资概念相一致。然而格雷厄姆与价值投资之间重要的差异在于，后者得出的投资结论更为复杂。格雷厄姆断定美国铝业公司普通股在1971年的定价具有吸引力，其根据在于：①与西尔斯·罗巴克公司的收益增长率和道琼斯工业股票指数相比，该公司过去的收益增长率；②与西尔斯·罗巴克和道琼斯股票现有的市盈率相比，以平均收益为基础的较低的市盈率。对于价值投资人来说，美国铝业公司普通股的吸引力也是两个资产负债表所包含因素的函数：美国铝业公司的财务实力和可用于创造未来收益的资产数量。

应该指出的是，许多控制买方时常会遵从格雷厄姆和多德的微观标准。当控制人考虑需要通过首次公开发行实现公开上市的退出策略时，为了能为首次公开发行得到更好的定价和首次公开发行的证券能够全部出售，格雷厄姆和多德所强调的收益因素要比价值投资所强调的资产负债表因素重要得多。

价值投资方法论与格雷厄姆－多德方法论相比有很多优势。其中两个优势特别突出：首先，价值投资同格雷厄姆－多德基础因素分析相比，竞争性弱了许多；有许多注重收益的聪明的分析家（不是太多）重视资产负债表；其次，重视企业资源质量的价值投资人常会比那些重视其他因素的投资人较少遇到真正令人不愉快的意外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.5 几点结论

就普通股分析而言，格雷厄姆和多德向那些对所投资证券的公司的情况不十分了解却又以投资为生的小投资人提出许多极为中肯的告诫。尽管这些告诫是基于1934~1962年的形势而提出的，但是它们对于相对无知的投资人来说仍旧是有效的，已经经过时间的检验。然而，自1962年以来，以《1964年联邦证券法修正案》为发端进行了一次信息披露的变革。现今信息披露制度已经非常完善，勤勉的购买－持有投资人只要仔细阅读公开记录，就会掌握很多公司的详细情况。1962年或更早些时候，也就是格雷厄姆和多德著书前后，信息披露的质量和数量还没有达到如此状态。

在《聪明的投资者》一书中，本杰明·格雷厄姆描述了“高级普通股”投资组合的四个特征：

- 有适当的却不过分多样化……
- 选定的每一家公司都应大量地、卓越地、稳健地融资，这些形容词一定被认为是模糊的，而它们的一般意义是清晰的……
- 每一家公司都确保有支付连续股利的长期记录……
- 投资人对将要购买证券（与其平均收益有关）的支付价格加以某种限制，例如，过去7年的……

然而，价值投资定义高级普通股的4个因素与其存在较大差异。

- 与小股东相比，不对受保护的管理层进行过多干预的话，公司将被管理得非常好。
- 限制对股东充分并且公正的财务公开对公司投资的企业会得到理解的。
- 限制对向证券持有人提供全面、公正信息披露的公司进行投资的企业是可以理解的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 权益证券的价格反映了当公司是私人企业或接管对象时，其权益实现值的实质折扣。

关于上面叙述的最后一点，在《聪明的投资者》一书关于次级普通股的讨论中，格雷厄姆写道："金融历史清楚地表明，一般说来，只有当投资人以低于次级普通股价值的价格（即低廉的价格）购买次级普通股而成为私人股东时，投资人才能期望次级普通股有令人满意的结果。"尽管近年的金融历史也许并没有证明格雷厄姆 1973 年的结论，但无论发行这些普通股的公司是一级的还是次级的，从消极价值投资目的来说，这一结论仍然是购买普通股时使用的一种极好的准则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章
Chapter4

经纪人－交易商的研究部门与一般资产管理人

阻止一项交易的交易不是一项交易。

——交易员的信条

研究部门分析家和一般资产管理人可能对1998年11月的丰田自动织机公司普通股不感兴趣，除非有某种证据让他们相信：①在本财政年度丰田的报告收益有显著提高；②即将会发生某种举措，如被丰田汽车公司收购，这会导致丰田普通股的预计值大大高于1998年11月的市场价格；③东京证券交易所普通股价格看涨势头强劲。

1995年12月，研究部门分析家和一般资产管理人可能都在关注凯马特公司寻求破产法第11章救助的可能性。即使认为凯马特公司可能寻求破产法第11章救助的分析家们相信重组后的最终预计值不会少于100，他们也避免收购凯马特公司的债务。他们关注的是，如果凯马特公司确实申请到破产法第11章的救助，该公司债务的市场价格将会下降，且可能是大幅度下降；对于这些分析家而言，收购凯马特公司债务的时机是在提出救助申请之后，而不是在提出申请救助之前。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前面章节讨论了价值投资所倡导的分析方法的特征和局限性，有效市场假说和所有其他理论分析内在的特征和局限性以及本杰明·格雷厄姆、戴维·多德及他们前辈的著作中所论述的基础分析的特征和局限性。鉴于华尔街研究部门发表的众多报告，一般资产管理人通过书面和口头形式所做的无数描述，对大多数研究部门和一般资产管理人所遵循的分析方法进行探讨将会给人以启发。本章有两个目的：第一，描述了大多数经纪公司的研究部门——卖方和对受托基金进行非控制消极投资运作的大多数资产管理人——买方所遵循的分析技巧；第二，讨论研究部门和一般资产管理人惯用分析方法的内在局限性和问题。

4.1 研究部门和一般资产管理人如何思考

研究部门和一般资产管理人遵循严格的持续经营分析。持续经营分析方法把所分析的公司仅看成一家以过去同样的方式运作的企业，它一直在原来的产业内经营，并以传统的融资方式进行融资。普通股的市场价值被认为是由适当资本化的未来收益报告和现金流量所决定。这种持续经营分析方法应用极为普遍，因为它影响财务报表分析，所以它是对未来的观测。它特别强调未经公司财务状况或公司现有净资产的当前质量修正的收益账户。实际上，高质量资产和巨额净资产或账面价值对许多研究部门和资产管理分析家的评估目的有负面意义。这些分析家认为，良好的财务状况表明管理层没有能够尽可能积极地利用资产。较高的账面价值也有负面意义，因为它会导致较低的股本收益率（returns on equity, ROE）和资产收益率（return on asset, ROA）。从另外的角度看，研究部门分析家和一般资产管理人持续经营分析把被资源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转换分析或价值投资分析视为有正面意义（即良好的财务状况和高资产价值）的财务因素看成有负面意义或有不重要的意义。

研究部门分析家和一般资产管理人认为，他们的目标是预测未来 OPMI 市场证券的售出价格。在分析潜在的公司价值时，不是考虑这些公司本身价值有多少，而是考察潜在的公司价值与 OPMI 市场的未来预测价格的匹配程度。预测市场价格需要考虑的其他因素包括股利政策、技术性图表分析的市场因素（包括证券的供给和需求），产业前景，关于一般市场水平、利率和国内生产总值的看法，从事交易的内部人以及华尔街的发起人地位。

研究部门分析家和一般资产管理人在很大程度上受公司短期收益和收益报告的影响。作为预测市场价格的一部分，他们非常容易成为趋势博弈者，特别是作为买方，如果他们相信价格短期前景不利，就不会购买证券。作为短期意识的一部分，研究部门和一般资产管理人非常偏重于利好因素的发展会导致普通股价格上涨的诱人前景，而相对地忽视了获取从统计角度考虑价格表现为低价的证券。他们能够发现 OPMI 市场低价格与利好（catalyst）因素之间的权衡。在其他条件相同的情况下，利好因素变为现实的可能性越大，普通股的未来价格越高。毕竟 OPMI 市场像所有其他市场一样，的确在趋向于效率，尽管这些效率有时是十分微弱的。对许多研究部门和一般资产管理人来说，单单低价格并不是购买证券的充分条件。购买证券的必要条件是深刻领悟会导致价格上扬的相对短期利好因素，而不论这种利好因素是具体表现为提高收益或使收益超出市场预期，还是带来并购、重大的再融资或清算等交易。

对于研究部门和一般资产管理人来说，如果市盈率（或价格与现金流量比率）相对处于中等水平，普通股价格就可视为统计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性低价。用于计算市盈率的收益值（或现金流量）是最近收益报告或者是下一季度或未来 12 月的收益预测值。其他衡量统计性低价的手段很少采用，就是利用，也并不是放在比较重要的位置上。衡量统计性低价的其他手段包括价格与净资产价值比率（price-to-net asset value, NAV），这里的净资产价值参照账面价值或评估价值来决定，以及最近 3 年或 5 年的价格与平均年收益比率。

研究部门分析人员和一般资产管理人十分重视比较分析。他们注重比较实际报告的季度收益和市场预测的季度收益，认为产业内比较的收入和收益业绩非常重要。许多人也把与市盈率相联系的增长趋势赋予了实际意义。例如，假定预测一家公司的每股收益平均以 30% 的速度增长，30 倍的市盈率就可视为比较合理；如果以 25% 的速度增长，市盈率就应该为 25 倍。这称之为以合理的价格增长（GARP）。

在使用分析技术时，研究部门和一般资产管理人特别依赖于现场工作（例如，与管理层会面），不是大量的文件分析（例如，对已审计的财务报表或法律文件的深入分析）。

近年来，在研究部门的众多报告中，仅有很少的报告做出了对价值投资有帮助的优秀基础分析。实际上所有的报告，包括优秀的和不那么优秀的，都具有以下的推动作用。

- 预测未来每股收益（earnings per share，EPS）和利息、所得税、折旧、摊销前的收益（earnings before interest，income taxes depreciation，and amortization，EBITDA）。在 1998 年年末，应做出 1999 年、2000 年和 2001 年等逐年的预测值。
- 根据以下因素决定的适当市盈率来预测 EPS 和 EBITDA：

（1）产业识别；

（2）增长趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）其他因素，如管理评价、发起人、股本收益或经济附加值。

此种分析极为重要，即预测未来流量（包括现金流量或收益流量）和利用适当的资本化率将这些预测的流量转化为普通股的目标价格。季度收益预测值的变化是非常重要的消息，常常导致目标价格的变化。

研究部门分析家几乎从不建议卖空。许多一般资产管理人在认为一种证券没有短期升值机会或可替代承诺有更好的短期升值概率时，会不断地出售该证券。

4.2 研究部门和一般资产管理人面临的问题

4.2.1 预测收益的困难

对多数产业中的多数公司而言，要预测它们的未来收入、收益和现金流量将非常困难。未来事件经常会导致许多与预测截然相反的实际结果。传统上，可以对某些产业做出合理范围内的预测（例如，联合电力公用事业公司或与信誉可靠的承租人签订长期租赁合同的房地产业）。而对于多数其他公司来说，预测经常会出现相对较大的偏差，无论这些公司是汽车装配厂、铝业生产商、半导体设备制造商、保健护理业、银行贷款人、药品公司、零售商、建筑商等，或者实际上根本应该囊括所有行业的美国公司。

当研究部门的预测被证明是过度乐观时（经常会出现过度乐观的预测），分析家们常常处于尴尬境地，这种情况往往出现在分析家们所推荐的股票是以其他方法为分析基础，而不是仅仅以未来流量的预测为分析基础时。这些分析基础之一就是当这些证券的价格与净资产价值有某种合理的关系时，研究部门和一般资产管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理人依赖这种分析获取证券。另一个分析基础是限制向财务状况良好的企业进行普通股投资，以使公司将保持实力，有恢复的能力，避免不能履行公司债务契约，而最终未来结果要比分析家的预测糟糕得多。

在某种程度上，改善这种缺乏定位的方式就是研究部门分析家和一般资产管理人应是交易者，而不是投资人。损失可以通过及早出售来减少，特别是所持有的证券都是相对畅销的证券。交易的确会减少那些信奉购买－持有策略的投资人获得实现或未实现的超额长期利润的机会。

4.2.2 传统分析的竞争

在金融业，试图预测未来现金流量和选用一个适当的乘数是一项极有竞争力的行为。买卖双方的背后都可能有数以万计的分析家，他们尽心尽力做着非常相似的工作，他们当中的许多人非常聪明和勤奋。

4.2.3 理性全面分析的可能性

预测公司的 EPS 和 EBITDA 可能已很困难，预测未来 OPMI 市场 EPS 或 EBITDA 的市盈率几乎是不可能。预测 OPMI 市场未来一般水平也许更多是属于病态心理学范畴研究的问题，而不是金融学范畴所要研究的问题。没有证据表明一般市场整体和部分是受所有价格行为控制，而不是受随机游走控制。从另一角度看，没有人真正能够准确地预测市场状况。实际上，没有人真正能够甄别出可能会影响 OPMI 市场价格的宏观因素和每一个因素的权重。

对许多分析家而言，要预测一家公司的未来收益，首先要对整体经济、利率、通货膨胀的前景做出全面的估计。从历史上看，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很难对这些宏观因素做出准确的估计和判断。

平庸的一般资产管理人由于不能预测一般市场的水平或方向，很大程度上只能通过分散化投资来弥补这一缺陷。因此，如果普通股投资组合中能够准确地预测大部分公司的 EPS 或 EBITDA，那么不管一般市场上出现什么情况，这种投资组合的业绩都会令人满意（当然是与其他投资组合相比）。然而，利用借贷资金运作的资产管理人抵御市场下跌的能力很弱。

由于资产管理人的投资组合有较高的杠杆比率，他们最好能够在大多数情况下对未来市场价格做出正确或接近于正确的判断。值得庆幸的是，在机构股权投资领域，大多数投资组合无论是投资公司的资产（如共同基金）、限定收益退休金计划的资产，还是保险公司的资产，杠杆比率并不是很高。

4.2.4 束缚手脚同重量级冠军搏斗：忽略现有资产负债表来预测未来收益

注重趋势的分析家倾向于线性思维：过去是开端，因此，EPS 或 EBITDA 的过去增长趋势将持续到未来，甚至会加速。然而，实际上在公司领域线形的状态是很少的。

事实上，对许多公司而言，分析管理层所运用资源的数量和质量与过去收益记录一样有效、甚至是更好地预测未来 EPS 或 EBITDA 的工具。多数研究部门分析家和资产管理人忽视了这种工具，特别在公司财务状况良好时更是如此。即使在理论上，关注股本收益率和资产收益率的分析家也不能随意地忽视股权或资产，它们都是资产负债表项目。如果股权和资产的规模较大，收益提高将会给证券投资人造成更大的震动。过去收益记录和现有资产负债表都是良好而且常常是必要的预测公司未来现金流量的工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果公司拥有良好的财务状况，管理人员非常容易提高收益。最好的例子是Nabors产业公司，它是一家石油服务公司，作者多年来与这家公司一直保持联系。Nabors公司产生于1988年中期一项全部股权资本化按破产法第11章预先包装的重组。当时，Nabors实际上仅是一家承包钻探公司，没有1983年前石油钻探行业繁荣时期所背上的巨额债务负担。由于有雄厚的财务实力，Nabors能够在随后几年时间里以低价收购承包钻探公司和钻探资产，而其他产业参与者没有财务实力同Nabors竞购这些资产。1987年Nabors公司的经营性现金损失可能超过2 000万美元，而在1997年，该公司源自经营的现金流量达到2亿多美元。

收益记录和现有资产负债表都是预测未来收益的有用工具，但它们之间不能相互替代。在特定情况下，两者哪一个更重要需要进行分析性判断。然而，重视收益账户因素而忽视资产负债表项目的重要性会使许多研究部门的分析家和一般资产管理人遭受损失，因为他们忽视了定性和定量的资产负债表数据是预测未来现金流量或收益流量的源泉。

4.2.5 缺乏对收益账户数据与资产负债表数据之间关系和相关数据间分析性矛盾的把握

当分析家仅仅偏重于预测未来收益，而不考虑资产负债表时，就不需要考察收益账户与资产负债表之间的关系，许多研究部门和一般资产管理人就是如此。相反地，当他们把现有资产负债表看成预测未来收益的有力工具或者作为收益预测不能计算情况下的安全边际时，收益账户数据和资产负债表数据之间的关系就变得重要，并且有时会导致分析性矛盾。

例如，假定一位分析家可以使所推荐股票的价格与净资产价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保持合理的关系来为这只股票的持有寻求安全边际。如果这只普通股不一定有较高的市盈率，该公司股本收益率远高于平均水平，就不可能获得这种安全边际。例如，XYZ 普通股的价格为收益的 30 倍，它的股本收益率为 20%，那么，XYZ 普通股的价格一定是净资产价值的 6 倍（XYZ 每股收益 1 美元，其普通股的价格就是 30 美元；若收益为 1 美元，股本收益率为 20%，每股净资产价值就是 5 美元；30 美元除以 5 美元净资产价值等于账面比率）。研究部门分析家和一般资产管理人偏爱具有高速成长性和较高股本收益率的公司。如果他们打算选择成长性和较高股本收益率，那么最好忽略内含于普通股价格中近似等于净资产价值的安全边际。另外，以往收益的快速增长意味着这段时期平均收益水平少于当收益增长平稳时的平均收益水平。因此，注重成长性的投资人并不寻求获得内含于普通股价格之中的安全边际，这种价格相当于由过去一段时期平均年收益决定的相对中等水平的市盈率。

需要指出的是，这种关系的另一方面并不特别适用于大多数研究部门分析家和一般资产管理人。在较高市盈率与较高股本收益率和相对于净资产价值的合理价格之间的权衡会导致这样的状况：在股票基于当前收益有较高的市盈率，公司有高于平均水平的股本收益率的情况下，希望把股票以近于净资产价值转让的分析家就将不能投资于普通股。

现存困难会降低即期收益和下期的收益预测，当现存困难克服后，基于公司可能获得收益的市盈率会较低，这时以高度相关于净资产现值的价格和较低的市盈率获取普通股就是非常可行的了。OPMI 市场效率非常高，因此获取相对于净资产现值来说价格合理，相对于即期收益和即期未来收益来说市盈率较低的证券的机会并不是很多。关注即期收益、下期预测收益和股本收益率的分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析家和资产管理人实际上必须忽视与净资产价值相关的价格。实际上，他们的确忽视了净资产价值。然而，由于多数预测不准确，他们这样做就承担了风险。

4.2.6 对立于不寻求直接进入股权市场获得新资本的私人企业主和控制买方的分析方法

私人企业主和控制买方的基本目标是以最有效的方式创造财富（有时包括属于自己的现金流量），这通常包括遵循公司所得税现值最小化行为的过程。研究部门分析家和一般资产管理人有与之相反的议程：他们希望所持有或推荐普通股的发行公司报告近期经营收益的最大值，此收益要按最大税率来纳税。

他们也希望所推荐普通股的发行公司是定位于短期经营。根据他们的观点，管理层应该摒弃那些回收期可能较长、金额巨大且必须牺牲近期经营收入的项目。在没有约束的情况下，不寻求短期进入股权市场的多数管理层可能会选择长期创造财富。

研究部门分析家和一般资产管理人同样对这些数字的大小、特别是每股收益更感兴趣，而不关心这些数字代表的含义。如果一家公司利用控购会计进行其他有吸引力的收购，可能会导致从净收入报告中每年扣除巨额费用来摊提购买商誉的支出，即使除商誉费用外，此种收购会长期给公司带来较高的净现值，分析家和资产管理人也经常会劝阻管理层不要做这样的收购。

另外，由于强调持续经营分析方法，分析家和资产管理人希望他们所推荐普通股的发行公司集中于单一产业，至少在1997年和1998年是这样的。他们把这些公司看成经营体而不看成把资源转换为其他用途的（可能更高级）转换体。如果公司从事分散化投资，这些公司就不再是单一经营企业——它们很难仿照。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多优秀管理者能自觉地把他们所控制的公司看成既是创造营业利润的持续经营企业，又是通过投资于不同产业，有时甚至是不相关产业，来创造财富的资源转换体。

研究部门分析家和一般资产管理人当前对公司分散化投资的谴责的确有相当大的长期意义。许许多多的公司因分散化投资进入管理者不十分熟悉的产业而遭受损失。不过，分析家对分散化投资的明显厌恶与许多管理者不知迎合华尔街的必要性或重要性而表现的偏爱形成鲜明对比。

分析家和资产管理人与公司的控制买方利用不同的分析方法。企业买方，如杠杆收购专家，并不注重强调分析近期经营业绩的严格持续经营，他们关注 3 个问题：

- 如何为一项交易融资？
- 企业的长期发展前景如何？
- 可利用的退出策略有哪些？

4.2.7 缺少均衡的焦点会导致普通股价格过高或过低

由于分析家几乎把全部注意力都放在收益或现金流量的预测和资本化率上，当价格出现不协调时，分析家就没有安全网保护。OPMI 市场上无论价格高低都呈现包含非理性因素的强烈趋势，这种非理性并不同等程度地存在于理性的、有知识的买方和卖方之间的协议交易。在协议交易中，为达成交易价格，存在考察和衡量全部因素的倾向，而不是仅仅把资本化率应用于即期收益（或现金流量）和未来即期收益（或现金流量）预测。

由于能够进入资本市场，定价过高的股票能够成为掌握并购技巧的管理者所经营公司的重要资产。普通股的市场价格可以通过利用此种证券进行兼并交易来提高，特别是当分析家仅仅关注市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈率时，如样本方案所示（见表 4-1）。

表 4-1 新收益账户

变 量	价值
净收入（千美元）	13 000
已发行股票数量	10 800
每股收益（美元）	1.20
价格为 60 美元时的市盈率	50X

（1）XYZ 普通股市盈率为 60，或者说每股价格为 1 美元的收益的 60 倍，或 1 000 万流通股的 1 000 万美元收益的 60 倍。

（2）ABC 收益 300 万美元。

（3）XYZ 在利益集合交易中通过发行 80 万 XYZ 普通股收购 ABC，XYZ 将有 4 480 万美元的市场价值。

如果标准市盈率为 60，兼并后 XYZ 普通股市盈率不应是 60 而是 72。

4.2.8 关注基本情况预测而非其他替代方案的分析

一位把 1 亿美元或更多自有资金投向股权的投资人，其资金将被永久性或半永久性地套牢，他通常并不像研究部门分析家和一般资产管理人那样高度依赖基准案例预测。这是可以理解的，因为后者拥有市场能力，至少在理论上能够迅速撤回投资。这种状况导致的一个后果就是研究部门分析家和一般资产管理人没有做深入调查的需求和愿望：由于投资组合置换率较高，做深入调查是没有什么用处。另外，当投资组合中证券的数量达几百种时，即使最大的组织也不可能做深入调查。

相反地，永久性或半永久性持有股权的大投资人从事相对彻底的调查有两个基础：基本情况和合理的最糟情况。多数人也在调查中考虑乐观情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.2.9 妨碍分析的外部压力

有投资银行业务的经纪人－交易商研究部门能够顶住压力推荐其投资银行部门的委托公司的普通股，特别是由其负责承销公开发行证券的公司。有时，这些推荐更多的是建立在推荐公司的利益之上，而不是建立在委托公司的利益之上，当然这种情况很少发生。资产管理人经常要受到来自公司营销部门的压力，对投资组合加以包装。也许最常见的方案是，优秀的营销要求投资组合主要是由最受欢迎的证券构成，而不是强调那些虽不太受欢迎但基础价值有更大吸引力的证券。

4.2.10 重视财务会计统计学中营业比率的困难

由于研究部门分析家和一般资产管理人强调要把公司严格地看作持续经营企业，所以他们极为注重营业利润分析——毛利润率分析和营业收益率分析。这种分析在许多产业中都受到限制，因为分析所采用的数据源自简式财务报表（即特定项目无详细内容），而不是详细的公司成本、管理或会计数据。对于多数公司而言，如果分析家不能掌握成本与会计数据，要理解经营的本质就极为困难了。依据财务会计的利润率分析是一种有效的方法，但其适用范围受到限制。

比较的数据有时是不可靠的。ABC 和 XYZ 两家公司从事完全相同的业务，各自有 100 万美元的营业收入。ABC 公司公布销售收益为 5 000 万美元，XYZ 公司从事同样的业务，账面记录咨询收益为 1 000 万美元。用这些数据来计算，ABC 公司的营业利润率为 2%，XYZ 公司为 10%。另外，ABC 公司可能把租金当作商品销售的成本，而 XYZ 公司可能把租金当作行政管理费用或一般费用，这些费用是营业费用的一部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.2.11 高度依赖现场的工作，排斥阅读文件

阅读文件不能替代现场工作——会见管理层、竞争者、客户、政府监管机构和能为分析提供信息的其他人，反之亦然。现场工作也不能替代仔细阅读相关文件——证券交易委员会文件、股东信件、法庭记录、竞争者文件和产业出版物。实际上，现场工作与阅读文件是密不可分的。那些阅读文件并理解文件内容的分析家比只知提问而没有较好地了解问题的文件背景的分析家更适应现场工作。可是许多研究部门分析家和一般资产管理人花在研究文件上的时间太少。在某种程度上，这是可以理解的：文件的大部分内容似乎与预测近期 OPMI 市场价格的相关性很小，并且阅读文件需要大量时间，所以这对于那些在投资组合中交易许多证券的人来说几乎没有什么价值。最后，诠释文件，特别是财务报表，需要相当扎实的训练，许多分析家正是缺乏这一点。

对于选择不依赖于仔细研究过的文件（特别是已审计的财务报表）的那些分析家，一个主要问题是许多从事消极投资的分析家都曾被发起人编造的虚假故事所欺骗。以下的情况都是如此：在《信托契约法案》(*Trust Indenture Act*) 通过之前，美国公司债券的公开持有人；20 世纪 60 年代小型公司股票公开上市；七八十年代避税型有限合伙企业风靡一时；90 年代分析家推荐的新兴市场公司的普通股，新兴市场实际上没有要求披露文件。

4.2.12 高度依赖于洞悉他人的观点

所有从事消极非控制投资的理性分析家在某种程度上也许都会受到他们所能察觉的内部人意见或聪明资金（smart money）的影响。例如，如果内部人和 10% 的股东在出售普通股，这就是信息混合的一个因素。当这一信息能够辅助购买－持有策略分析家对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业价值或企业未来动态做出独立判断时，就是非常有意义的了。出于各自不同的情况，内部人出售一方面可能意味着一种证券定价过高，另一方面意味着发行该证券的公司现在是非常有吸引力的接管候选人，部分原因是内部人所有的股票可以买卖或被套牢。分析家若对公司价值和动态没有独立的见解，就不能够做出正确的判断。

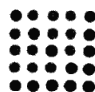
完全依赖于洞悉到的内部人的观点和聪明资金的一个理论基础是，分析家的唯一目标是预测证券在近期未来市场的交易价格。如果你要试图预测近期价格，最好把注意力集中于你相信别人认为是重要的因素上面：主要研究部门的交易建议、季度收益的舆论预测和内部人交易。事实上，许多研究部门分析家和一般资产管理人就是这么做的，特别是那些对基础分析不感兴趣或缺乏训练的分析家。然而，高度依赖于洞悉他人观点，无视独立的基础分析，是艰难的谋生之路。

4.3 结论

总之，为获得令人满意的长期业绩而遵循研究部门分析家和一般资产管理人的基本规则会遇到很大的问题。价值投资和本杰明·格雷厄姆及戴维·多德的原则也都有问题。然而，坚持价值投资分析方法比坚持研究部门和一般资产管理人的分析方法容易得多，而且效果也好得多。但是，有些由一般资产管理人运作的投资组合（尽管也许只占很小一部分）平均和长期来看其业绩相当令人满意。这要归功于资产管理人的聪明和才智。即使如此，与更多地依赖价值投资的分析家相比，要获得令人满意的业绩，即使最优秀的一般资产管理人也要付出更艰辛的努力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二部分
Part 2

现实世界状况

HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章
Chapter5

公司估价

真理是让任何人信服的唯一事情。

——乔治·萧伯纳

关于公司估价的概念，价值投资方法的定义与前几章考察的其他理论存在明显的区别，例如现代资本理论、格雷厄姆－多德基础因素分析或者一般资产管理方法。这些理论强调收益账户或者源自收益账户的现金流量的主导作用，而价值投资对确定企业资源的质量和数量的相关因素给予了同等程度的重视。当然，如果价值投资人只能选择一个因素的话（这种情况绝不会是事实），多数情况下这个因素会是资源的质量，而不是未来现金流量或收益流量的估计值。当强调资源时，分析是以衡量什么是资源质量为中心；当强调流量时，分析的中心是预测流量是多少。

几乎所有的金融文献都把持续经营分析视为企业估价的基石。采用持续经营分析方法最出色的分析家（例如，本杰明·格雷厄姆与戴维·多德）并不忽视资源转换。对格雷厄姆和多德来说，这意味着清算价值成为已知的条件。他们指出了以低于清算价值的价格获取普通股的吸引力，特别是当价格低于净流动资产净额时。净流动资产净额指的是即期资产净值（net asset value，NVA）扣除公认会计准则认定的全部长短期负债之后的数值。格雷厄姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也指出了设法以低于私人企业价值的价格获取次级公司普通股的重要性。

最不老练的分析家（即有效市场假说的遵循者）相信，在价值能够由 OPMI 构成的市场上的交易价格衡量时，资源转换是唯一的价值决定因素。而在其他任何情形下，持续经营的状况成为价值的决定因素。因此从理论上讲，公司估价中强调资源转换表示一个必要条件，即公司投资组合中的正常贷款应由市场估价。一般地，对于信奉有效市场的学者而言，其行为建立在如下的假设基础之上：除投资公司以外所有公司的财务成果严格依照持续经营的准则来衡量，而投资于可流通证券的投资人的投资组合财务成果则严格遵循资源转换准则。这种理论方法对价值投资根本没有帮助。价值投资中，获取证券时证券的市场价格总是保有一定的权数，极少有证券的市场价格得到 100% 或与之接近的权数。假定养老金计划持有的正常贷款投资组合的目标是获得稳定的现金收入流量，其资产规模随着新资金的注入正常增长，这种投资组合的市场价格权数可能最小，而且在重要背景下甚至可能是负数。

促使支持学者、格雷厄姆 - 多德分析的追随者以及一般资产管理人的坚持己见的动力是严格的持续经营假设。公司本质上被看作在相同产业内专一从事相同的日常经营活动，以它们一贯的方式经营，以一贯的方式管理和控制，并且以一贯的融资方式融资。直到 20 世纪 90 年代初，这一假定都准确地描述了电力公用事业产业的状况，但是似乎持续经营的假定从来没有准确地描述持有公开交易证券的多数美国公司的状况。现在，严格地持续经营假定甚至对电力公用事业公司也不再适用了。

从严格的持续经营假定中能够合乎逻辑地推导出一些结论。第一，在采用购买 - 持有策略的投资人中，出于公司估价的目的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益账户是第一位的，随后是资产负债表或资源转换（进一步讲，对不从事风险套利的交易者而言，收益账户是最优的；普通股价格的短期变化可能受报告收益变化的很大影响，而根本不受账面价值变化的影响）；第二，像格雷厄姆和多德指出的那样，一家公司的过去收益记录通常是确定一个商业周期或增长阶段之后收益的最佳工具；在严格持续经营假定条件下，他们是绝对正确的。

然而，严格持续经营分析似乎是不切实际的。进行证券公开交易的多数公司总是将持续经营要素和以公司资源转换成其他用途、其他所有权、其他控制以及其他融资或再融资为核心的要素结合起来。美国公司可能很少有5年内不卷入资源转换活动的，例如并购、控制变化、管理层收购、大量股份回购、重点融资、再融资、重组、出售批量资产、子公司独立、对其他产业的新风险投资以及公司清算。

在多数公司估价中，持续经营因素与资源转换因素同样重要。实际上，在大多数情况下，二者密切相关、互为因果、彼此限制，并且相互影响。一项资产当期销售价值往往取决于对这种资产能够产生收益的大小的判断。对于许多（可能不是大多数）公司来说，价值的大部分是由过去持续经营的成功所创造的。注重持续经营的人愿意相信，创造价值是未来流量的函数：按有效市场假说适当资本化的当期现金流量预测值，或按格雷厄姆和多德以及众多资产管理人的方法适当资本化的收益预测值。相反，在价值投资中，公司价值源于独立的，但常常相关的4个因素中的一个或多个因素。

- **来自经营的当期现金流量**。少数持续经营公司在经营中产生额外现金流量可用于补充公司的资本。例如，从事资产管理的公司处在一个具有强烈创造当期现金流量倾向的行业。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个行业而言，全部报酬以现金形式接收，并且公司对基础设施、研究与发展、存货、应收账款以及固定设备的投资是最少的。除非有资产管理公司确信某一项目是一个能够产生正净现值的现金流量的较好项目，否则不会有公司承担这个项目。多数赢利的持续经营企业实际上没有创造当期现金流量，却创造了收益，因为持续良好经营活动的特征在于通过获得外部资本融资来收购大量的资产进行扩张。

- **来自经营的收益**。收益被定义为消费现金时创造的财富。这是大多数能够成功地持续经营的公司和所有不断成长的经济体出现的情况。通常，由于收益源自现金的消耗，所以它们不具有独立的价值，除非它们也进入资本市场，无论是信用市场、股权市场还是二者兼而有之。
- **资产向更高用途或其他所有权、控制的转换；资产收购融资或负债再融资**。这些活动有时采取并购、控制竞争、杠杆收购、问题公司重组、以现金投标价批量取得证券、交易报价以及公司代理机构的使用等形式。如果分析家希望获取证券的价格相对于存在未来兼并方情况下的证券价格有较大的折扣，就必须准备做出一些权衡抉择。例如，尽管公司拥有高质量的资源，并且它的普通股在OPMI市场的交易价格相对于调整后的净资产价值有较大的折扣，在大多数情况下这家公司的近期收益前景却可能相当黯淡。1998年这种投资长期退出的可能性包括多种资源转换和持续经营的可能性；现有盈余资产重新配置使用以便获取收益高于收购时实现的利润（例如，东京海上火灾保险公司的ADR及Carver联邦银行普通股）；新的所有权，为取得这些公司需要支付较高的净资产价值溢价（例如，存款机构收购区域性经纪公司和金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险公司）；使用现有资产基础以创造更多的新的净资产价值（例如，Forest City Enterprises、Tejon Ranch 及 St. Joe）；对于一个成长产业来说，下一个经济周期使用现存资产基础实现收益和股本收益率的显著提高（例如，美国半导体设备公司的普通股、卡明斯发动机公司普通股，或 Tecumseh Products 公司的普通股）。

- **以极低的成本进入资本市场**。更多的公司财富与分给金融业的特定财富可能是通过这种方式创造而不是其他的方式。以极低的成本进入资本市场的集团包括为并购以及杠杆收购融资的集团和可以相对频繁地在首次公开发行市场利用定价的集团。

任何消极投资都会有失误，而且优秀的分析家花费了大量时间试图弄清问题症结所在，并且为之担忧。在正确性判断明显已超过错误性判断的时候，价值投资人就会做出投资委托。在正确与错误之间权衡的一个更重要的方面是强调资源转换而忽视持续经营地位导致的差异。通常，对于资源转换是正确的，对于持续经营就是错误的，反之亦然。下面是一些例子。

- **日本非人寿保险公司**。它被看作投资公司，其主要资产是正常贷款和投资于可流通普通股的消极投资。1997 年秋，从资源转换角度来看，在扣除未实现收益的潜在负债（即所得税）之前，按净资产价值的 30%~70% 调整的折扣价格交易普通股时，这些财务状况良好的发行人非常具有吸引力。然而，从持续经营的角度来看，这些以 20 倍或更多倍于报告收益的价格出售的证券根本没有吸引力。该行业目前经营的前景十分黯淡，因为这一受保护的产业将第一次面对真正的竞争，特别是价格竞争，这是日本金融机构放松管制、大幅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改革的伴生物。

- **零售业**。从资源转换的角度看，零售商库存是一种在12个月可转换成现金的流动资产。然而从持续经营的角度，它们是一种最差而且极难变现的固定资产。如果一家零售企业（例如西尔斯公司）打算维持持续经营，它不得不将库存总量水平保持在相对固定的水平甚至是继续增加。这些资产易于变化、削价、缩水以及废弃。在这里，常识要求持续经营分析应该取代资源转换分析，特别是当如果持有的证券是普通股和担保不充分的债务工具时。格雷厄姆－多德分析方法偏爱从事零售业的公司，因为这些公司的普通股以低于按公认会计准则计算的净流动资产净额的价格进行交易；多数情况下，零售业股票定价是廉价的，却不是不安全的。尽管根据公认会计准则，零售商库存形式上被定义为流动资产，但是在持续经营的企业中其固定资产的特征远远多于流动资产特征。
- **Forest City 普通股**。在资源转换的情况下，根据公认会计准则，能为公司赢利的房地产的庞大投资组合应作为固定资产，但它更应是一种可以通过电话以近于评估价值出售的流动资产。可是一个严格的资源转换分析是不完善的。实际上，Forest City 具有许多持续经营的属性，其中的两个属性一个是最佳的财产不是为了出售，另一个是作为持续经营企业，Forest City 将用来自于优质房地产的现金流量弥补不良项目造成的现金耗竭。同样，作为一个持续经营的投资建筑商，这几年 Forest City 在创造资源转换价值方面取得了巨大的成功。
- **正常贷款的固定收入投资组合**。假定资产负债表中的主要资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产是正常贷款投资组合，而且投资组合规模在不断扩大，多数财产灾害保险公司的情况就是如此。进而假定公司在资本化中有极少的或根本没有有息债务，多数财产保险公司情况也是这样。从资源转换情形来看，公司的投资组合价值能达到市场价值（即盯住市场）。如果利率上升，投资组合的市场价值将下降。从持续经营的角度看，由于利率上升，未来投资收入的增加幅度会超过新基金以及成熟基金的投资收益率。如果利率上升，大多数保险公司从持续经营方面得到的利益要多于因资源转换而受到的损失。（1998 年秋天，似乎大多数 OPMI 都产生一种下意识的反应，高利率使得市场看跌——普遍拒绝，这说明普遍观点是一种下意识的反应。有些公司得益于高利率而有些则受到损失。）

在评价管理层时，使用严格持续经营分析方法的人严格地把管理层当作经营者。然而，在资源转换中，管理层被当作投资人和金融家。

一家公司资产负债表中盈余资金的价值是多少？在清算分析中，现金的价值仅仅是它的本金：100 万盈余现金的价值就是 100 万。在那些无所作为的管理层的支配下，盈余现金的现值也许会少于 100 万，这是因为它的收益要少于将这笔资金投资于其他方面获得的收益以及它不能作为防范未来不利发展的一种优质保险单。然而，在那些精通盈余资金运用的管理层的支配下，盈余现金的价值会有较高的溢价，不管此盈余现金是以持续经营的方式运用还是在资源转换行为中运用。1998 年中期英特尔公司和丰田汽车公司就是盈余现金价值升值的例子。1998 年，英特尔公司巨额盈余现金头寸使它有进入任何半导体制造领域的金融实力，这就使得英特尔公司在研究、开发和制造方面的开支不再有什么特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别的限制。由于拥有超强的现金头寸，丰田汽车公司进入新的商业领域从事多样化投资的能力没有任何实际的约束。1998年年初，丰田公司正处于经营多样化的进程，其经营范围扩展到住宅建筑、远程通信以及汽车消费信贷。

事实上，对于所有公司或者它们的控制人来说，使公司能够充裕地进行融资有许多优势。通过杠杆收购和管理层收购的方式以高于OPMI市场价格的溢价购买公司使其成为私人公司且具有相对良好的财务状况。转为私人控股的本质是公众股东现金不足而且他们在公司的所有权利益因公众股东收购而终止，或者大部分是通过使所收购的公司借入对新股东无追索权的资金。通常此类公司只能是那些具有超额借贷能力的公司，而超额借贷能力是由于公司拥有盈余现金资源或可转换成现金的资产。从另一个方面说，盈余现金溢价对从事杠杆收购与管理层收购的多数人是物有所值。

尽管从事价值投资的消极投资人在多数证券的分析中并没有忽略持续经营特征，但这些投资人无疑时常主要强调的是资源转换特征，当然这样做有优点也有缺点。强调资源转换的优点在于以下几个方面。

- 资源转换是一种相对非竞争性行为。传统的资产管理注重预测赢利和现金流量。
- 分析公司更为容易。在价值投资中，除非公司财务状况相当好，而且分析家们能够了解公司要做什么，否则他们不需要涉及普通股。从另一个方面说，他们试图长期持有安全且低价的普通股。在为消极投资获取普通股时，有一些鉴别低价的简单规则。

（1）小资本高科技公司：通常支付不超过账面价值60%的溢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价。其理论依据是，如果第一级风险投资人为该企业融资，这就是支付的规范价格。与风险投资人相比，消极价值投资人是为已经公开上市或现金充裕的公司增加头寸。另一方面，他们不能掌握所投资公司的控制要素，并且对于该公司的研究更多地依赖公开记录，较少依赖包括内部人信息在内的详尽调查。

（2）金融机构：以调整后账面价值的折扣价格购进（保险公司），以法定账面价值的折扣价格购进（储蓄机构），或者以有形账面价值加上所管理资产价值的20%~30%的折扣价格购进（经纪公司以及其他资产管理人）。

（3）房地产公司：按评估价值的折扣价格购进。

（4）如果未来长期赢利状况可以预测，评估来源于真实资产的收益可能是与公司过去赢利记录一样好或更好的工具，尽管二者不能互相替代。很多时候，价值投资人应该同时使用这两种工具。

- 一家公司或它的控制股东寻求进入股权市场通常是一个偶发事件。除了这些情况，美国公司的经营似乎非常重视资源转换，而不是持续经营。实际上对于所有非公开持股且不寻求公开上市的公司来说，这无疑是事实，并且对于大多数健康运作的股份公开公司来说，这可能也是事实。管理层不把全部精力放在OPMI股票价格上的多数公司寻求以最有效的所得税方式创造财富。创造财富的最无效率税收途径是取得可报告的营业收益，这是持续经营所强调的；创造财富的最有效率税收途径是得到未实现的（因此通常不报告的）资产价值升值，这是资源转换所强调的。
- 在对财务状况良好公司的股票进行投资时，遵循价值投资方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法的购买－持有 OPMI 极为安全。一张良好的资产负债表的保障不仅使购买－持有投资有了投资的依据，而且如果这些公司良好的财务状况不消失，那么当普通股价格下泻时，价值分析家可以相对容易地降低平均购买价格。

- 同其他投资人相比，注重价值投资的分析家成为证券欺诈和证券发起人牺牲品的可能性小一些。OPMI 会有相当多的无法令人满意的投资行为，因为有时他们会分析错误，并且未来通常是不可预测的。但是管理层或控制集团的不法行为或者彻底欺诈给价值投资参与者造成的损失可能远远小于其他投资人的损失。这里的其他投资人包括依赖内部人未来预测和依赖由内部人所做的不以公开记录为依据的财务报告书的机构投资人，内部人的预测和财务报告书是他们分析的主要工具。

强调资源转换的缺陷在于以下几个方面。

- 当分析家试图避开投资风险时，对任何个别投资来说，通常存在着极大的市场风险（即 OPMI 市场中普通股价格下泻的风险）。而多数根据资源转换标准似乎是低价的投资，其即期赢利前景有可能是介于微薄和无法确定之间的任何一种状况。无疑这种即期赢利前景几乎从来都是黯淡的。OPMI 市场充分趋于存在权衡的有效：因为对于与 OPMI 市场参与者最相关、最重要的那些因素而言，希望是非常渺茫的，所以资源转换标准将得到满足。从事价值投资的 OPMI 继续大量购入那些普遍不被看好的证券。
- 财务状况良好的公司的管理层倾向于非常保守的、非跃进的模式，时常与华尔街的想法和做法大相径庭。通常，这些管理人员经营没有紧迫感。由于这些管理群体基本上不追求近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期进入股权市场，因此这种经营方式具有一定的有效性，他们经营的公司运行良好。

- 价值投资人忽视了许多投资组合管理中的重要因素，例如股利支付和市场能力。
- 资源转换与某些短期工具在很大程度上不相关或者就是这些工具的对立面，但这些短期工具对其他分析家却很重要，如资产收益率、股本收益率以及经济附加值。实际上，价值分析家强烈反对把任何假定在公司自身利益和强调证券市场短期价格的 OPMI 的利益之间存在实质性合并的体系作为一种分析工具。经济附加值建立在公司和短期 OPMI 之间存在实质性合并的假定的基础之上。
- 符合资源转换的投资范围远远小于符合持续经营分析的投资范围。
- 当资产管理人利用借贷资金经营或会受到每日市场变动的严重影响时，资源转换就不适合作为一种投资技巧。它也不适合于那些把证券投资看作赌博游戏的交易人。
- 为了能够成功地进行资源转换投资，不仅需要大量的基础性公司估价训练，而且还需要大量关于证券法律法规、财务会计和所得税等方面的知识，例如，与专职的证券法律、会计或所得税专业人员打交道，就需要掌握足够的相关知识，才能成为一名聪明的客户。
- 资源转换与投资于没有信用风险的信用工具的投资组合或部分由这种资产构成的投资组合无特别的相关性，这种投资通常是为了获得有保证的现金收入或利用利率变动进行投机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.1 价值投资与成长股

如果分析家对所分析的企业既不是非常了解，也没有兴趣从定性的角度去考察，那么未来成长预测就只能建立在过去收益记录基础之上。在这里，成长可以通过线性外推过去收益趋势来预测。定性的原因被忽视了，例如，（笔者认为）尽管1997年和1998年出现了严重的衰退趋势，但在未来3~7年半导体产业仍将快速增长，原因在于：①芯片需求的增长；②技术创新淘汰了旧芯片和旧工厂。

因为多数分析家依赖于过去收益趋势而非定性推理，使得在1998年9月许多半导体设备制造商的普通股虽然可以以低廉的价格获取，但是这种低廉的价格不是建立在当期市盈率和基于未来9~12个月预期赢利能力的市盈率之上，而是其他一些比率。普通股的相关统计数据如表5-1所示。

表5-1 部分半导体设备制造商普通股统计表

发行人（最新行情）	现金占总账面负债的百分比(%)	价格与账面价格的比率、溢价或折价(%)	价格与前期峰值收益比率
ADE集团（9）	253	14.4	7.9×
Electroglas, Inc. (10)	552	16.2	5.2×
CP Clare公司(6)	124	（32.6）	7.0×
Silicon Valley Group (9)	95	（46.4）	4.7×
Speedfam (12)	345	（30.9）	7.4×

5.2 价值投资与卖方

购买－持有投资是价值投资的一个不可分割部分，因为价值投资人并不急于出售证券，部分原因是由于传统的宏观因素并不是价值投资的组成部分。价值投资并不试图预测证券市场、利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和整体经济的前景。一般资产管理人的出售、转换和再配置资产行为很大程度上以他们对这些宏观因素趋势的预测为中心。价值投资人不关心所持证券的市场价格是否下降。

价值投资中，如果分析家认为投资组合中的证券的发行公司出现永久性资本减损，应立即出售次级证券（普通股、优先股和附属债券）。这时就不应该冷漠。永久性资本减损意味着企业出现根本性恶化：良好的财务状况不复存在，新产品和竞争对手开始冲击企业，该产业正变为夕阳产业，关键管理人员流失等。然而，利用价值投资方法进行的多数消极投资中，永久性减损很少发生，这仅仅是因为选择过程要求公司能够得到充足的融资。一般地，这也意味着这些公司管理稳健，有度过困难时期的能力，从而避免出现永久性资本减损。

如果价值投资非常成功，那么它们中的大多数一定选择了从证券投资中退出，因为会发生资源转换事件，如接管，而不是向OPMI市场出售证券。一般价值投资技巧在认定OPMI市场具有吸引力的价值方面要比用于鉴别总体定价过高的普通股方面好用得多。显然任何总体定价过高的普通股都应该出售。当没有出现永久性资本减损时，辨别总体估价过高的普通股是很困难的，其中有两个非常重要的原因：首先，在一个OPMI市场看似总体估价过高的普通股，在其他市场如并购市场上实际却是非常合理的估价；其次，一种从OPMI角度看来表面定价过高的普通股在擅长资源转换行为的管理层手中会成为进入资本市场或用于并购的非常有价值的资产（例如，1998年Worldcom并购MCI）。

证券投资组合进攻性卖方的行为很大程度上取决于投资组合的特点。当投资组合在规模上全面扩张，而它的负债方并不要求近期现金服务，即支付利息、股利或偿还本金，那么出售投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券的压力会最小。多数共同基金投资组合、养老金和利润分成计划投资组合以及保险公司投资组合的普通股部分都承受较小的出售压力。假定市场价格下降，这些投资组合应强调降低现有头寸，而不是因为预测市场价格下降而出售。

当然，如果遵循的规律是现代资本理论、格雷厄姆－多德基础因素分析或一般资产管理，投资组合的置换比率要远远高于遵循价值投资方法时的情况。这些规律的目标是预测近期市场价格。

最后，纳税计划经常使证券出售合理化。投资组合已实现的资本利得，例如接管的资本利得，常常被投资组合其他部分的损失所抵消，目的是减少资本利得税支出。如果资本损失是课税剔除项目，为实现资本损失而售出的证券在 30 日内不能购回。

估价未来流量时，无论是现金流量还是收益流量，适当贴现率、资本化率或市盈率（它们近似是同一事物）应该反映所有相关因素。交易价格接近于本金的信用工具信用风险最低，确定这种信用工具的适当贴现率需要考虑两个一般因素：①资金的时间价值；②未来实际比预测大得多的风险，它属于敏感性分析。为以低于本金的价格出售的股权或信用工具确定适当的贴现率需要考虑第 3 个一般因素：实际未来比预测要好的潜力，它也属于敏感性分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章
Chapter6

证券的实质性特征

母鸡只以一种方式下蛋。

——塞缪尔·巴特勒

约翰 B. 威廉姆斯在其 1938 年出版的《投资价值理论》(*The Theory of Investment Value*）一书中写道“普通股的投资价值就是未来红利的现值，债券的投资价值就是本金和未来利息”。威廉姆斯描述正常贷款的投资价值，无论是债券、商业信用或租赁，都极为准确。然而，为使以上定义具有实用性，普通股的投资价值所包含的要素必须远远超出未来红利现值。因此，威廉姆斯的定义应重新表述为：投资价值就是未来现金回收的现值，无论它们的来源如何。

现金回收有以下多种形式。

- 发行人以利息支付、本金偿还和正常贷款溢价等形式给债权人的契约担保性支付。
- 向权益证券持有人分派的红利。
- 向 OPMI 市场或并购市场出售证券。
- 不必处置附属证券就允许进一步借贷的他人资金（Other People's Money，OPM）。
- 基于证券所有权而可能存在的控制和控制要素的利益现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 某种流通证券所有权连带的优惠税收特征（例如，有限合伙企业利息可避税）。

为了做进一步分析，将证券划分为 5 种类型。

- 用于契约性现金支付的正常信用工具，正常信用包括贷款、应收账款、衍生金融工具、租约、优先股。
- 承受目前或近期造成资金拖欠的不良信用工具或债务，它们都具有权益性特征。
- OPMI 权益证券，包括优先股、普通股、优先购买权和认股权。
- 控制证券，主要包括普通股、不良信用工具。可能蜕变为不良信用工具的信用工具以及合伙企业中的普通合伙权益。
- 混合证券，包括可转换证券和附有认股权的信用工具组合，这些证券通常是 OPMI 证券，而不是控制证券。

考察证券的实质性特征，也许要理解最重要的一点是要理解控制普通股本质上不同于 OPMI 普通股。尽管二者在大多数情况下形式上完全相同，并且 OPMI 普通股能够转化为控制（或控制要素）普通股或做相反的转化，但是控制普通股与 OPMI 普通股之间的差异远比它们之间的相似性更为重要。

- 它们在不同市场以不同价格交易。
- 二者的分析方式不同。
- 二者买卖的主体不同，而且很大程度上是不相关的。
- 不同的主体寻求不同的投资收益。多数 OPMI 似乎主要通过在相对短的期限内向 OPMI 市场出售使总收益最大化，他们受市场价格每天变动的影响。多数控制买方追求离任补偿、避税港、使用他人资金、保障、售予其他控制市场或首次公开发行中的套用现金。OPMI 市场日常价格波动对多数控制买方不会产生严重的影响，除非他们确实试图买卖或以证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头寸为抵押借贷资金。

- 公司法，特别是州立法律、主要州的法院判决和联邦破产法，被设计成为以OPMI权益的牺牲为代价来保障控制集团和高级管理层的利益。证券法，包括1933年修订的《证券法》和1934年修订的《证券交易法》，也是牺牲OPMI股东以换取对管理层的保障。对管理层保护进行监督的3个领域是控制现金投标的证券法规、交易投标、代理申请。

美国的大多数证券法律，特别是由美国证券交易委员会制定的各种法案，制定和保护的对象都是OPMI。保护领域之一就是通过以下条款反对控制人各种形式的越权：

（1）有秩序的交易市场；

（2）信息披露；

（3）监督受托人与准受托人，包括监督那些控制股份公开公司的人。

控制定价与OPMI定价之间的大部分实质性差异能够通过长期套利来弥合，这正是所有市场的趋近效率倾向的本质，特别是在完全相异市场之间。有时OPMI市场价格远远高于企业作为一家私人企业的价值。在这种情况下，新股票通过首次公开发行、二次承销和并购走向市场，并购交易中新发行普通股是收购资金的全部或部分来源，其估价等于或接近于OPMI市场价格。但有时OPMI市场价格也会远低于控制市场的通行价格。于是在并购交易、敌意接管、并购交易的特殊形式杠杆收购、管理层收购和转为私人控股中，就会有以现金和债务获取低价股票的倾向。

这种长期套利趋势存在内在限制。OPMI股票市场变幻莫测，其中某些部分的变动性大于其他部分。一个具有极高变动性的部分是首次公开发行市场。尽管如在第8章中所指出的，鼓励首次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公开发行会使金融业获取既得利益，但首次公开发行的能力有时会被粗暴地剥夺（在1991~1993年和1998年秋季就曾出现过这种情况）。

至于控制集团买断OPMI持有的普通股，有3个关键因素关系到效率趋向能否得到改善。第一，涉及的企业必须能够合理有效地融资或为了增加多数投资人（非战略性控制买方）的利益进入信用市场；第二，对现任管理层的保护常常会阻碍市场控制权的变动，因而无法达到真正的效率。外部人通常需要支付巨额费用才可能从受保护的管理层手中取得控制权，但是能否如愿以偿却带有极大的不确定性。最后，涉及控制权变动的任何过程都需要向律师、投资银行家、会计师、税务专家和其他有关人员支付相当高的管理费用（即交易费用）。

尽管OPMI市场和控制市场之间的价格差异不十分显著，但从某种意义上说，不良贷款与普通股非常相似。就不良贷款而言，获得控制要素通常是指得到对问题公司重组过程的影响力，而不是控制一个企业。对债权人来说，控制重组是关键，无论问题公司是院外重组还是破产重组。

在经营控制方面，股份公开问题公司对管理层的保护几乎与健康公司一样多。公司管理条款是破产法第11章所有重组计划的一个重要部分。贷款管理条例对于不良贷款的处置极为重要，特别是对于院外重组的情况。银行贷款管理的关键参与人是代理行。对于公开交易债券，契约受托人很重要，它几乎总是一家大商业银行的公司信托部门。

就公司管理而论，管理层保护条款现在非常普遍。通常除去有限合伙企业的一般合伙人要比撤去公司管理层困难得多。公司和有限合伙企业通行的管理层保护措施包括以下一条或几条：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- OPMI 普通股有限投票；
- 轮回制董事会；
- 绝对多数选举制；
- 毒丸计划；
- 降落伞；
- 便于管理的州再合并，如宾夕法尼亚州和印第安纳州；
- 空白支票优先股；
- 股东没有召集特别会议的权利。

OPMI 市场价格在任何分析中都是值得重视的。重视的程度取决于投资人的目标和投资的特征；重视的程度可能界于 2%~100% 之间。一位一贯把风险调整后总收益最大化作为唯一目标的 OPMI 对市场价格的重视程度就应是 100%。对于一位工作成果取决于股票市场业绩的资产管理人，如果该资产管理人或分析家对其所投资股票的公司知之甚少或一无所知，或其投资组合完全由借贷资金融资，他对市场价格的重视程度也应为 100%。最后，风险套利情况下（例如，在相对决定性时期内有相对决定性预计值的情况下公开宣布的兼并），对 OPMI 市场价格的重视程度也许也应该是 100% 或接近 100%。在所有其他情况下，对 OPMI 市场价格的重视程度就应远远小于 100%。

所有这些重视程度为 100% 的情形都包含有短期投机人的交易。例如，在其他条件下，不利用借贷资金运营的投资人强调契约担保性的现金收入，而不将总收益作为投资目标；投资人重视长期购买 – 持有策略；或证券分析包含高度复杂性（例如多数普通股）；必须降低分析中 OPMI 市场价格的权重。

在多数正常贷款的分析中 OPMI 市场价格的重要程度通常远低于在非套利普通股分析中的重要程度，这主要有以下几个方面的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原因。

- 正常贷款的债权人只需要顾及贷款的现金回收，而多数普通股持有人要通过在市场售出回收现金。
- 通常分析正常贷款所需要的参照变量（例如，即期收益、到期收益率、期限和契约）远少于分析普通股所需要的参照变量。绝大多数情形下 OPMI 为正常贷款的定价远比为普通股的定价更为现实（即接近于公司价值）。因此，对于正常贷款，OPMI 价格和控制价格之间的套利机会通常很少。
- 时间会修正持有正常贷款的许多错误。持有普通股却从来不会出现这种情况。例如，持有人购买一种 10 年期、利率为 6%、到期收益率为 10% 的债券。假定市场上这种债券的到期收益率一直保持为 10%，每年年末这种债券的美元价格如表 6-1 所示。

表 6-1 每年价格

到期年份	价格（%）
10	75.42
9	76.90
8	78.66
7	80.53
6	82.58
5	84.84
4	87.32
3	90.05
2	93.06
1	96.36
0	100.00

对于以获取利差为目标的借贷人来说，OPMI 市场价格也许值得相当程度的重视，尽管这种重视程度不如对收回利息和支出利息之间利差的重视程度那样大。然而，公认会计准则最近的变化要求投资组合盯住市场，这提升了 OPMI 市场价格的重要性，因为报告的和未调整的会计数据对于监管目标和信用评级目标变得重要了。对于那些以保证金形式承担正常贷款的人来说，OPMI 市场价格可能值得以 100% 的程度重视。

利率高于无风险资金利率的贷款实质上相当于信用保险和卖出期权。利率超出部分等于因贷款人承担信用风险而获得的保险溢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价。利息超出部分也可以看成是贷款人出售卖出期权。由于贷款人拥有在某些情况下把某些资产让与借款人或要求借款人购买某些资产的权利而得到溢价。例如，1996 年 1 月，一家共同基金与 Heller Financial 达成一项为期 1 年的卖权协议。Heller 向共同基金支付 7% 的卖权协议费用。协议的条款规定，如果凯马特公司在未来 12 个月内依照破产法第 11 章的规定申请救助，Heller 有权要求该基金以 87% 的折扣购买 Heller 所持有的 100% 的凯马特公司应付账款本金。实际上该交易变成了一项贷款。该基金以 80% 的现金获得了 Heller 发行的利率为 LIBOR 加上 10 个基本点（bips）的一年期票据。如果凯马特公司在年度内提出救助申请，Heller 可以在向基金支付 87% 的现金与出售 100% 的凯马特公司应付款项之间做出选择以履行票据。如果凯马特公司没有提出救助申请，就只能通过向基金支付 87% 的现金来履行票据。

到期收益率是一种人为计算方法，它不适于零息债券，它假定贷款期限内的现金收入将以原收益率再投资。然而，在比较分析中，到期收益率是比较不同信用证券理论收益的必要工具。它是正常贷款整个期限内的年收益。对于价格不是到期支付额的贷款来说，收益由两个部分组成：第一部分是利率；第二部分存在两种情况，如果债券是以低于到期偿还额的价格获得，第二部分就是折扣的摊销，如果债券价格超过到期偿还的本金额，第二部分就是溢价的摊销。

证券包含的任何条款都应看成赋予发行人的选择权或特权，抑或是发行人或持有人的义务。各种证券条款地位的分类如下所示。

- 可回购性条款：发行人的选择权。
- 强制性偿还条款：发行人的义务。
- 现金股利条款：一旦公布，受益人就不得不接受。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 股票回购条款：任何个别股东都有出售或保留的选择权。
- 现金投标价或交易投标价条款：个别证券持有人都有接受或拒绝的选择权。
- 兼并或代理机器的使用条款：如果得到必需的投票，就仅仅需要完善反对者的权利（这很难做到）；每个证券持有人都必须参与。
- 超出第 11 章规定的贷款协议关于现金支付条款的变动：每一个债务人都有继续执行的选择权。
- 超出第 11 章规定的贷款协议其他条款的变动：如果得到必需的投票，所有债务人就不得不继续执行。

实际上，证券的分类并不是硬性规定，证券是什么取决于你所处的角度。附属债券就是一种证券有多个定义的很好例子。从普通股具有优势地位的角度来看，附属债券是债务。然而，从优先贷款人占据了优势地位的角度来看，附属债券对他们而言明显是次级的（此即附属的含义）。作为借贷基础的一部分，附属债券类似于股权。另一个例子是子公司发行的优先股，该子公司的普通股是其母公司拥有的唯一资产。这样，母公司现金的主要来源就是子公司支付的普通股红利。子公司普通股股利支付要求优先支付子公司的优先股股息。母公司用子公司支付的普通股股利偿还其银行贷款 。因此，不存在其他契约的条件下（如子公司的资产抵押给母公司的贷款银行），子公司优先股相对母公司银行借款有优先权。然而，在根据公认会计准则编制的公司合并财务报表中，子公司优先股相对母公司银行债务却是次级的。这就是 1990 年 Ambase 股份有限公司发生的情况。Ambase 的主要子公司是 Home 保险公司。Ambase 拥有 Home 保险公司的全部现有股本，Home 保险公司支付的普通股股利是 Ambase 的主要资金来源，Ambase

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用它偿还银行债务。从所有有意义的角度上说，Home 保险公司 14.25% 的优先股优先于母公司 Ambase 的银行借款。

在某些学术圈子里，存在着这样的理念，认为并没有什么充分的理由发行优先股而不发行附属债券。究其原因是，公司对支付的附属债券利息可以免税，而支付的优先股股息不能免税。在现实世界中，有无数理由可以说明优先股发行和存在的原因，下面列举了一些原因。

- 根据美国国内税收法规第 243 条，持有本国其他公司 80% 以下股份的公司所获得的股利收入的 70% 可以免税。事实上，当发行的证券是优先股而不是附属债券时，两家公司复合税收账单中的金额可能更少。
- 许多（即使不是大多数）公司都进行"铺蛋糕式"（layer cake）的资本化，同时优先股的发行也使得这类公司能够发行更多的优先债券。例如，一家持有消费者应收账款的金融公司可能就进行这样的资本化，如表 6-2 所示。

表 6-2 资本化

变 量	价值（百万美元）
普通股和盈余	100
优先股	10
次级借贷基础	110
附属借贷（等于次级借贷基础）	110
优先借贷基础	220
优先债务（等于优先借贷基础的 3~6 倍，其中大约 66% 是短期借贷）	660~1 320
总资本化	880~1 540

假定这家公司能够承担其借贷基础 4 倍的优先债务，如若未发行优先股，优先债务金额可达 8 亿美元。若发行过优先股，可发行的优先债务金额将达到 8.8 亿美元。换句话说，发行 1 000 美元的优先股可使公司增发 8 000 万美元的优先债务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 美国国内税收法规第368条（b）和（c）项规定，有表决权的优先股是可以作为关于重组题材兼并的免税交易的一种必要工具。通过利用优先股和普通股，就能够满足兼并交易各方的各种需要和意愿：
  （1）希望得到长期总收益最大化和控制的投资人将获得普通股和（或）具有优先投票权的普通股。
  （2）希望得到现金收入、相对优先权或者二者兼而有之以及股权酬金的投资人将获得可转换优先股。
  （3）监管机构和评级机构常常是发行优先股而非附属债券的原因。

作为公司合并章程的一部分的任命证书对优先权做了详尽的阐述。优先股的私下协商条款能够给予股东十分有意义的保护，而对公开交易优先股股东的保护却较少。对于公开发行的优先股股东来说，最有意义的保护是如果公司准备发行股息或清算条件等于或优于现有优先股的新优先股，就需要获得2/3现有优先股股东的赞成票。如果有6个季度的股息被拖欠，通常优先股股东将获得选举两名董事的权利。实际上，这根本不是一项权利，因为典型优先股股东并不能特殊进入公司代理机构或得到公司资金为代理请求权融资。通常优先股并不拥有作为一个整体就所有事务分别投票的权利，尽管这项权利是十分重要的。

对问题公司而言，优先股通常比附属债券更有实际优势。如果发生股息拖欠且这种状况一直持续下去，附属债券有累积权。由于附属债券在资本化的较低位次，这种权利通常是自决权。另一方面，优先股股东将积欠的股息累积起来，为重组交易做好了准备。

为可转换证券和其他混合证券定价时，可用一些简单的计算机程序化变量推导出正常的可转换曲线：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 收益；
- 到期收益率
- 转换平价的溢价率；
- 早赎溢价率（贴水率）；
- 优先普通股的 β 值。

在趋向瞬时效率的新发行市场上，可转换证券的价格将比可比较信用的到期收益率低 150~250 个基点，并且与优先普通股交易价格相比，高出转换平价的 25%~45%。

比较直接债务特征与可转换证券的特征时，会面临权衡抉择。如果直接债务不能以高出早赎价格进行交易，较短的期限和强制性的偿付要求对于直接债务持有人就具有更大价值。提前到期或提前偿付都降低了转换特权的价值。对任何可转换证券或期权，较长的期限都是一个非常有利的特征。任何可转换特征都可转换成期权特征。

可让渡性是指使证券具有不同于 OPMI 市场价格的合理价值的因素。一般地，有 4 种可让渡性因素。

- 向 OPMI 市场或其他市场出售证券的契约性限制。
- 向 OPMI 市场出售的证券法规限制。
- 封锁状态——持有股票的数量远远大于 OPMI 市场的交易量。转售限制和封锁状态是相互排斥的，因为二者不能同时有效。假定存在妨碍向 OPMI 市场出售的契约性限制或证券法规限制，如果这些限制是适当的，封锁状态的存在就是不相关的。限制或封锁状态的存在导致估价低于 OPMI 市场价格。
- 控股——如果普通股是控制普通股，经常会导致高于 OPMI 市场价格的估价。

限制和封锁状态的可让渡性折扣是 OPMI 市场价格的 15%~50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，准确确定控制溢价是很困难的，具体数值将视情况而定。

1993 年《证券法》限制了不记名证券的转售。以下两个条件中的任何一个都是约束公开转售的原因：持有人是内部人或证券从未记名；依据规则 144 或第 4 章（a）豁免条款，可在 OPMI 市场出售。

由于规则 144 的限制被放宽，近些年来证券法对转售的限制已经相当少了。现在持有一年以上的受限制股票可以逐步向 OPMI 市场出售，出售的方式有两种：一是每周的销售额按已发行额的 1% 逐步递增；二是每周销售额是前 3 周平均交易量的 15%。一旦持有受限制股票的期限达到 2 年，持有人可以不受限制地在 OPMI 市场出售。受限制股票的持有人可能获得连带注册权或触发注册权。

许多内部人都希望看到较低的 OPMI 市场价格，因此，他们与短期 OPMI 投机者存在内在的利益冲突。

- 遗产评估目的：OPMI 市场价格越低，死亡之日或 6 个月之后的遗产价值越少。
- 转为私人控股：OPMI 价格越低，在转为私人控股交易中内部人必须支付的金额越少。

控制内部人比 OPMI 具有基本的优势：内部人控制了事件的时间选择。例如，那些寻求转为私人控股的控制人能够等到 OPMI 价格熊市状态的出现。转为私人控股交易的公平性在一定程度上总是可以用高于当期 OPMI 市场价格的支付溢价来衡量。

股权收益减损概念从来都不是绝对的，它总是相对于某个数值而言的：① OPMI 价格；②基础价值；③资本化率。

从公司可行性的角度考察证券，必须要认识到的是，公司发行的证券一定要向持有人传递两点信息之一：或迟或早从公司获得现金支付的权利；现有或潜在的公司所有者权益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债务证券和优先股从公司获得现金支付的权利使企业的现金外流，因此会降低可行性。普通股、认股权和期权连带的所有者权益并不要求从公司获得现金服务，但这些证券对持有人可能没有什么价值，除非他们有希望以向市场出售或向持有人递付控制权益的方式来回收现金。

只要无股利支付证券的存在降低了公司进入资本市场发行新权益证券的能力，发行不要求现金服务（即股利）的所有权证券就会降低公司可行性。这是以往电力公用事业公司和许多财务公司以其净收入的60%~80%支付股利的一个原因。对于大多数公司，股利政策似乎对它们进入资本市场的能力没有或有很小的影响。实际上，对于作为增长载体的高技术公司来说，正常的股利支付被看成OPMI市场上妨碍增长的一个负面因素。

任何证券都必须履行现金支付的义务或享有所有权，这一点对在杠杆收购和问题公司重组时进行资源转换意义上的适当资本化是非常重要的。适当资本化应该是可行的，不应过于偏重现金支付证券。同时，也应向资本化的参与者发行适当的证券。银行和人寿保险公司愿意接受有优先权和严格契约担保的现金支付证券。控制买方希望得到所有权证券，因为这些证券载有控制要素，特别是在这些参与者并不需要现金支付证券为他们自己的实体所承担的债务提供服务时，更是如此。OPMI和其他非控制投资人希望得到所有权证券，因为这些证券能够通过市场出售实现现金回收。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章
Chapter7

资本结构

不破不立。

现代金融理论家和信奉格雷厄姆－多德基础因素分析的人仅仅从资本结构影响公司普通股的市场价格的角度来考察公司资本结构。价值投资人，像积极投资人一样，把资本结构看作源于满足众多利益集团需要和意愿的一个过程，这些利益集团包括各种质权人、监管机构、评级机构、管理层和其他控制集团、OPMI和公司本身。本章将列举影响资本结构决定的重要因素。

利用现代资本理论分析适当资本结构，推断资本结构对OPMI市场价格的可能影响，类似于通过假定太阳围绕地球旋转来研究太阳系。在此类比中，地球就是一位OPMI，这里赋予地球在太阳系中的重要性完全脱离了已经观察到的现实。尽管对一位OPMI而言，这种视角非常灵敏，但对于一位积极投资人、价值投资人或任何希望通过资本结构判断公司前景的投资人却是不适合的。

7.1 从公司前景观点看资本结构

理解影响资本结构的特定因素需要了解几个概念性差异，这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差异源于采用了公司前景观点而不是传统效率市场观点或格雷厄姆－多德观点。

7.1.1 实质性合并

现代资本理论和格雷厄姆－多德基础因素分析的一个隐含假定是，在 OPMI 利益和公司可行性之间有实质性合并。这些理论认为，决定公司价值的唯一方法是发现所有已发行权益证券的市场总价值，再加上公司未偿付契约的数量，它可以用求偿数量来衡量，也可以用市场价值表示。

从价值投资角度看，并没有实质性合并。另外，OPMI 的意愿经常与公司可行性相冲突。在以下 3 种情况中冲突非常普遍：①OPMI 追求最大化报告收益的短期意愿，即使这会导致比其他情况更高的公司所得税；②OPMI 的超短期议程趋势，即使长期巨额方案可能会极大地提高公司价值；③OPMI 以普通股回购形式获得现金股利或现金分配的意愿，即使留存现金可能对公司有更好的用途。

7.1.2 进入股权市场

当公司试图通过出售新发行权益证券特别是普通股，进入资本市场筹集资金时，公司可行性和 OPMI 股票价格本质上是等价的。然而，这种紧密关系用公司能否进入资本市场来衡量，而不是用公司新发行的尚未支付现金红利的普通股的每股价格来衡量。在这种情况下，每股价格对普通股有或多或少的稀释效应。但是，这种价格对公司可行性没有实质影响。

7.1.3 利用留存收益融资

对于多数公司，进入股权市场筹集新资金只是偶尔为之，在其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能力范围内并没有定式，而且其全部承销成本几乎总是非常高的。因此，大多数股份公开公司通过留存收益来满足他们的股权需要，他们仅仅把收益的一小部分作为现金股利向股东支付，或者有时根本不支付现金股利。标准普尔 425 种工业指数 1998 年 11 月的指示性支付比例为 43.6%。

但利用留存收益融资也有重要的例外。最显著的一个例子是电力公用事业产业。从 1945 年至 20 世纪 70 年代末，从事电力公用事业的多数公司平均年增长率大约为 7%。每创造 1 美元的年收益需要大量资本支出（据估计每 1 美元年收益需要资本支出约 5 美元）。正常资本化包括 50%~60% 的长期抵押债务、10% 优先股以及 30%~40% 的股权。股权一定要以相对正常的速度增长，并保持相对主要的比例。该产业把收益的 70%~80% 用于股利支付以保证能够进入股权市场，这使它们发行的证券对收入投资人很有吸引力。另外，每年每股股利都有一定的增长。然而，在保持债务 / 股权比率符合抵押债务契约和产业惯例的同时，这些公司每 18~24 个月就会新发行普通股以获得巨额资本支出所必需的资金。因此，对希望得到正常的、不断增长股利的集团的吸引力保证了这些公用事业公司能够得到它们所需的资本源泉。

其他产业的许多公司都遵循电力公用事业公司支付股利的模式，把它们收益的很大一部分作为股利，并且定期发行新普通股。房地产投资信托公司和许多财务公司也奉行这种策略。实际上，如果房地产投资信托公司希望继续经营并享受流转所得税，它们就必须至少把净收入的 95% 用于支付股利，而这些公司本身并不受制于所得税，因为应税所得已向股东支付。高比例股利以及频繁进入股权市场这种思想隐含在有效市场假说和格雷厄姆 – 多德资本结构理论中。然而，这种思想没有普遍适用性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.1.4 股利政策

本杰明·格雷厄姆和戴维·多德所阐述的股利政策集中于实质性合并。根据格雷厄姆－多德基础因素分析和有效市场假说，股本收益率较高的公司应该保留收益，当股东把来自股利支付的净收入再投资获得的收益比公司再投资获取的收益高时，股本收益率较低的公司就应把它的收益作为股利支付给股东。价值投资人把股利看成现金的剩余利用，只有公司留存现金的需要满足之后，才能支付给股东，公司的合理需要优先。公司的需要有三种类型：获取资产；支付或满足债权人；为不可预测的未来提供安全边际。许多股本收益率较高的公司保留现金的需要很小或没有，它们能够支付较高的股利（资产管理公司）。许多股本收益率较低的公司如果要继续生存，最好留存来自经营的大部分现金（铝业联合生产商、贴现零售商和肉类加工商）。股本收益率不应成为检验企业支付股利能力的工具。

7.1.5 与公司可行性利害攸关的集团

似乎有这样一种观点，普通股股东对公司可行性有强烈的兴趣，而其他利益集团（特别是债权人）却没有这样的兴趣。假定即使出现公司破产，债权人也希望收回本金和利息，但这种观点是不现实的。绝大多数债权人与他们的贷款客户有连续的关系，因此他们愿意为到期债务再融资或继续运输货物、租借资产。每个人（不仅仅是普通股股东）都与公司可行性利害攸关。

7.1.6 利益集团与公司可行性的冲突

每一个利益集团与公司可行性都存在冲突，OPMI 股东也不例外。每一个利益集团都希望从公司方面得到因减损公司可行性而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得的利益。普通股股东希望得到红利，债权人希望得到现金支付和严格的契约，管理层希望得到一揽子巨额报酬。

正如前面章节中所阐述的，与一家公司相关的每一利益集团，其目标都综合了利益一致性和利益冲突两个方面。多数 OPMI 与公司不存在永久性或部分永久性利害关系，即使是 OPMI 持有普通股，他对公司也不负有其他义务。除了这些，OPMI 与其他利益集团相比通常并没有什么特殊的差别。因此，OPMI 并不比其他利益集团更聪明或掌握更多信息，而且他们也不会对公司可行性特别感兴趣。然而，许多 OPMI 与其他利益集团相比有两点区别：OPMI 对现金收益没有特别需要，对控制要素也没有需要。其他所有利益集团是理智的，它们的市场趋向效率，它们中每一位都寻求财务权益的最大化（这些特征也适用于 OPMI 股东，适于债权人、监管机构、评级机构、管理层以及控制股东）。

实际上，在其他条件相同的情况下，OPMI 常常比那些只能依赖企业业绩回收现金的投资人和期望通过市场出售回收现金的投资人更缺乏有关知识。简单地说，以私募的方式向某个公司发放一笔长期无担保贷款的人寿保险公司也许对这个公司的了解远远超过在纽约证券交易所从事普通股交易的 OPMI。首先，保险公司能够超越公开资料进行详尽的研究；其次，保险公司不会浪费时间和精力去分析与特定公司价值可能无关的因素（例如，利率水平、国内生产总值水平、股利政策或技术性市场原因）。也有抵消这一点的可能性，即保险公司认为证券越优先，偿还期越短，需要进行的公司分析也就越少。

7.1.7 市场效率

所有的市场都趋向于效率。有些市场趋向于瞬时效率，如普通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股交易市场、风险套利市场和衍生工具市场。其他市场需要较长时间，如5年或更长时间，才能逼近效率，如并购市场、杠杆收购市场和问题公司重组市场。

7.1.8 资源转化中的资本化

资本化在资源转化行为中极为重要。本书所讨论的资源转换课题（并购、杠杆收购或管理层收购、首次公开发行和重组问题公司）都涉及重要的再资本化。例如，杠杆收购分析首先包括企业价值和动态的决定，以及资金成本的考察和新资本化的应用。通过院外协商方式或按破产法第11章的规定重组问题公司时，都要遵循同样的经济程序。然而，就杠杆收购而言，由于债务替代了股权，资本化杠杆率提高了。而在问题公司重组中，由于股权或软约束债务替代了优先债务和其他负有法律责任的契约，资本化杠杆率下降了。

记住以上所述的一个简便方法是，当重组问题公司时，再资本化使病态公司健康，而在杠杆收购时，再资本化使健康公司患疾。

7.2 影响资本结构的因素

在所有金融行为中，都有一种通向效率的趋势：鉴于既定条件下参与者的议程和其他参与者的议程，过程中的所有参与者都会在既定条件下尽可能做得更好，这当然适用于资本化。尽管债权人议程的首项可能是避免资金拖欠，而从事短期交易的OPMI议程的首项可能是总收益最大化，但债权人以与OPMI同样的行为方式趋近于效率。

有效率公司资本结构，即多层蛋糕式公司融资结构，考虑了多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种因素，包括：

- 补偿资本化的资产构成和特征；
- 几种债权人的需要和意愿；
- 监管机构的需要和意愿；
- 评级机构的需要和意愿；
- 管理层和控制集团的需要、意愿和倾向；
- 惯例；
- 投资银行家、律师和会计师的专业建议；
- OPMI 和 OPMI 代表的意愿。

价值投资人应了解以上这些要点。

7.2.1 资产构成和特征

资产管理主要是负债管理的函数，反之，负债管理也主要是资产管理的函数。

作为公司资本化一部分的负债，其数量和类型是企业支配资产的函数，企业的资产用于创造足够的资源来支持负债。负债得以被正常支持有两个来源：从资产使用或资产出售中获得的内部现金流量；进入资本市场得到的新融资（这通常是企业拥有收益的函数——创造财富的能力）。

整个保险产业提供了研究负债的数量和特征如何影响（实际上是决定）资产投资组合管理的案例。保险公司的资产主要包括债务证券和其他证券。负债主要包括估计向保单持有人偿付的款项，具体说人寿保险公司是保单持有人储备，财产和意外灾害保险公司是损失储备和非营业溢价。

人寿保险公司的保单持有人储备是一种长期的、合理确定的、由保险统计决定的负债（以年为基础）。鉴于负债的类型，人寿保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险公司的投资资产通常主要是由长期私募贷款组成。相反地，财产和意外灾害保险公司的现金支付需求是戏剧性的、相对不可预测的（以年为基础），例如飓风和地震。因此财产和意外灾害保险公司的投资组合主要包括可流通证券，它能够比较容易出售，符合这些公司为满足理赔对现金的突然需要。另外，财产和意外灾害保险公司一般通过投资于信用票据（债务证券）为负债提供备付资金。普通股投资只占财产和意外灾害保险公司投资组合的一小部分，资金数量不大于公司的法定盈余。法定盈余是根据保险法规计算的净值，而不是公认会计准则计算的净值。法定净值数与根据公认会计准则计算的净值数相互间是一致的。

资本结构分析是你所处环境的函数。在有些条件下，合并财务报表是有用的，但在其他条件下，母公司和子公司的财务报表是关键。在控股公司的普通股股东看来，合并财务报表能够有效显示公司综合成果和整体资源。然而，从控股母公司的贷款人角度看，母公司的财务状况是决定信用可靠性的关键。母公司直接拥有的仅仅是子公司的普通股，而不是子公司的特定资产，即使子公司资产直接反映在合并财务报表上也是如此。

为偿还债务，多数母公司不得不收取子公司的现金。基本上有4种收取现金的方式：股利、总公司费用、税收协定和出售母公司所有的普通股。出售子公司普通股可能不太现实。如果控股公司属于受管制产业（例如，保险业或银行业），可能会严格禁止子公司向母公司的现金支付。如果子公司（例如一家财务公司或零售连锁企业）借贷资金的话，那么贷款契约可能会限制向其母公司支付。因此，一家在合并基础上看似十分可靠的母公司实际上可能信用根本不可靠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.2.2 几种债权人的需要和意愿

债权人作为一个整体也许是决定未来公司资本结构的最重要的力量。大体上，债权人是理智的，许多债权人相对了解他们给予融资的企业。另外，他们经营所处的市场有强烈的趋向效率倾向。

信贷市场远远大于股权市场，可以认为它包括企业所有应付项目，包括应计费用、应付账款、应付租金、应付税款以及向银行、其他机构和公众的借款。债权人通常比 OPMI 更了解他们所投资的企业。他们是比 OPMI 严谨得多的分析家，这是可以理解的，因为多数债权人必须指望向这些公司回收资金，而正是企业实际业绩产生支付本金和利息的现金。债权人对企业可贷资金数量有较深的了解也是十分容易理解的。相反地，多数 OPMI 指望在股票市场出售实现投资回收。许多投资人，例如应用技术性图表分析的投资人，对所投资的企业知之甚少。他们所掌握的企业情况仅限于证券报价机所传递的信息。

当公司债权人为他们自己的企业融资时，他们为公司资产（贷款投资组合）所融资的金额远远大于资产是普通股时所融资的金额。由正常贷款构成的投资组合产生契约性担保的现金支持债权人的契约，但是普通股通常不能产生契约性担保的现金。正常贷款的市场价格波动性比普通股的市场价格波动性小得多。

一项资产的可预测现金收益的重要特点之一就是其独立于总收益。资产持有人不能期望用未实现增值来支持多数资本结构中的契约，对契约的支持必须使用现金。

理智的债权人通常把投资决策更多地建立在合理的最劣案例假定基础之上，而不是建立在基准案例假定基础之上。但是，由于知识和债权人对公司价值分析的局限，他们难免做出错误的决策。事实也许确实如此，因为纵观美国历史，对现金流量和收益流量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的预测向来是极为不可靠的。例如，20 世纪 70 年代商业银行向欠发达国家的贷款、80 年代初石油泡沫破灭之前向能源领域的贷款、1986 年以前的房地产商业贷款、80 年代储蓄和贷款的高利率风险以及信用风险都是如此。然而，他们对公司价值的理解要比典型 OPMI 对公司价值的理解深刻得多，因为银行家知道如何去把握，而 OPMI 却不会。

7.2.3 监管机构的需要和意愿

公司资本结构部分由消息灵通的分析监管机构所决定。关于资本充足性的议程，它们认为公司资本结构风险性不能太高。这些监管机构包括银行监管机构、保险监管机构、小企业管理局（Small Business Administration, SBA）、证券行业监管机构，特别是那些依据 1940 年修订的《投资法》行使职能的机构。

7.2.4 评级机构的需要和意愿

对于从事某些产业或寻求进入公开市场发行新债务证券的许多公司来说，投资等级认证是十分必要的。提供投资评级的机构包括穆迪投资者服务公司、标准普尔评级服务公司、惠誉投资者服务公司、Duff & Phelps 信用评级公司和 A.M.Best 公司。公司管理层对资本结构如何影响这些机构的意见非常了解。

债权人、监管机构和评级机构都趋向于效率（它们也许比多数 OPMI 更聪明）。多数公司贷款是正常贷款，多数公司确保有清偿能力。

7.2.5 管理层和控制集团的需要、意愿和倾向

一旦管理层和控制集团的多个议程综合了各个集团的利益一致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性和利益冲突性，作用于管理层和控制集团的一些互不相关的因素就会对未来适当资本化产生影响。很少有管理层会推断出适当资本化就是能使 OPMI 普通股交易价格最大化的资本结构。

7.2.6 惯例

惯例是资本结构最有力的决定因素之一。由于各种资本提供者采取相同的标准或规范，产业资本结构趋于一致。例如，在历史上，通常电力公用事业资金的 50%~60% 是公开持有的抵押债务，10% 是优先股，30%~40% 是普通股和盈余。

在杠杆收购交易中，有担保的优先贷款人为交易融资的资金数额大约是经营收入（减去折旧额的过度资本支出，加上营运资本）的 4~5 倍。有时，卖方或其他人持有的附属债券和优先股是可得到的，但是现在一些有意义的普通股投资几乎总是由买方来完成。购买这种企业的价格一般是以上提到的经营收入的 7~12 倍。

财务公司、酒店、银行、电报公司、保险控股公司、航空公司等也存在类似的惯例比率。优秀的价值投资人熟悉各个产业的这些比率。

多数惯例资本化是公司资本化的最有效途径，但不总是如此。拿百货公司和折价商店的资本结构来说，尽管 20 世纪 90 年代出现了普遍的经济繁荣，但过剩的百货公司和廉价零售连锁店（美国联合百货公司、梅西、卡尔多、凯马特、Wards、布莱利、洁尔）不得不以院外协商的方式或按破产法第 11 章规定的方式重组了它们的资本结构，其主要原因是金融机构、贸易债权人和土地所有人授信过多所致。

7.2.7 投资银行家、律师和会计师的专业建议

收取佣金的顾问如投资银行家、律师和会计师对公司资本结构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的决定有重要的影响。投资银行家在为向私募市场和 OPMI 市场销售的证券制定发行条件方面极富经验。当证券发行条件出现问题时，律师的作用十分关键。公认会计准则是律师和会计师解决所得税问题时会计师的依据。

7.2.8 OPMI 和它们代表的需求和意愿

OPMI 市场是格雷厄姆 – 多德基础因素分析和有效市场假说论述资本结构和股利政策针对的唯一对象。实际上，它们的重点相当狭窄，因为它们几乎把焦点只放在预测资本结构和股利政策对 OPMI 市场价格的近期影响上。

这个重点似乎是错位了。当公司自身和控制股东寻求进入资本市场，向 OPMI 市场出售普通股时，这个重点是有效的，但这仅仅是偶然的情况。公司自身的利益是以普通股能够出售为中心，而不是以普通股的售出价格为中心（OPMI 利益）。

在决定资本结构时，OPMI 利益没有被忽视，而是 OPMI 的需求被其他利益集团的要求所减弱。就资本化而言，构造资本化的一种较好的简便方法是把满足债权人的要求置于满足 OPMI 意愿之上。

风险这个词的前面不能没有形容词来修饰。这是因为，普通股包含许多市场风险（即 OPMI 市场价格下跌）和公司面临许多投资风险（即公司不能成为持续经营企业），这并不意味着公司有充分担保的贷款人会承担所有信用风险。债权人能够确信，贷款保持正常贷款或在重组时，他们将得到相当于本金和复利的价值。一般风险实际上并不存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.3 稳健的资本结构

许多公司在实践中采取稳健的资本化策略，这为次级证券持有人和公司自身提供了一种保险政策。另外，贸易债权人和公债持有人也不会因此紧张不安。这种做法的成本是在企业业绩较好时的市场活跃期间，公司的股本收益率（也许包括股票的价格）相对较低。如果你为你的房子保险，而你的房子并没有被烧毁，这并不意味着浪费了保险支出。

实行稳健资本化策略的、管理优良的公司更可能是敌意接管的候选人。蓄谋投资者必须只依赖于公开可得到的信息，因此他们把优良的管理和良好的资产负债表视为防止不良购买的保险。通常，增加公司杠杆是公司管理层阻挠接管所使用的一种标准策略。

OPMI应该获取实行稳健资本化公司的普通股吗？可以推测，这样的普通股价格将处于较低水平，如果将来以这样的普通股作为杠杆，会有更大的升值潜力，也更可能成为接管的目标。另外，这种投资会是更稳健的，因为如果经营没有获得预期的利润，下降的幅度也会更小。

另一方面，也存在抵消OPMI希望获得更大杠杆比率的力量。如果公司是非杠杆公司，作为投资人的OPMI就不可能得到相当于市场上升幅度的利益。OPMI与短期内不需要进入股票市场和不关心短期股票价格的管理层或控制集团可能也被拴在一起了。使用保证金的投资人也许不能够为获取收益而无限期地等待。如果他们改变主意，短期内需要变现，他们会在股票没有升值时将其出售。专业资产管理人，主要是资产配置人，由于评价他们的基础是短期业绩，因此他们不希望承担这种风险。

购买杠杆公司股票抑或是购买非杠杆公司股票，对于这一问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有统一的标准答案。它取决于你的身份和你掌握的信息。如果你是一位对财务或公司知之甚少的传统资产配置人，那么你还是采取较传统的方法选择你的投资组合为好。另一方面，如果你阅读所有的有关文献，对各个公司和产业都有所了解，能够正确区分资本结构之间的细微差别，那么你最好选择低杠杆投资。然而，如果你相信价值投资理念，稳健的资本化 OPMI 是极为合适的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章
Chapter8

发起人和专业人员的报酬

大概是一种机会？反正不是我所采取的方法。

——W. C. 费尔德

享有盛誉的证券经纪公司——美邦（Smith Barney）公司以前经常在电视上打广告，广告词是："在美邦公司，我们靠传统的方法来赚钱，我们赚到了。"这条广告暗含着这样一层意思：依靠美邦公司的研究来选择股票，OPMI 可以赚到超额利润。

对于那些依靠美邦公司的研究来选择股票赚取利润的 OPMI 而言，广告也许一点也不假。所谓传统的赚钱方法并不是教你怎么做一个 OPMI 或精明的股票高手，事实上，它是教你怎么做一个发起人或一个专业人员。华尔街大部分的财富看起来是被这些人——能赚取发起人或专业人员报酬的人赚去了。

大部分 OPMI 永远也不会有赚取发起人或专业人员报酬的机会。虽然如此，了解这些人如何获得以及为什么获得这么多的报酬，应当会对许多 OPMI 成为一个更好的投资人有所裨益。说得严重些，如果一点儿也不了解发起人和专业人员做什么，怎样获得报酬，就很难真正理解华尔街。通常，在金融机构中的专业人员是很辛苦的。很大程度上，这里所说的专业人员不是指那些有特殊资格和经营执照的人，如律师和会计人员，而是指整天在金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融机构中工作，赚取手续费、佣金或获得部分股份，或上述三部分都得到的人。

8.1 对价值投资很重要的市场

所谓市场，就是所有参与方在现有的条件下，在价格和其他条件上都达到各自最满意程度的一个场所。

市场有很多种类型，资本市场也是如此。有效市场假说似乎仅仅承认只有一个市场，即由众多 OPMI 构成的市场。纽约证券交易所（New York Stock Exchange, NYSE）和美国全国证券商协会自动报价系统（纳斯达克）就是著名的“OPMI 市场”。对价值投资而言，其他市场在经济运行中的功能以及在决定价值方面的作用与 OPMI 市场同样重要，甚至更为重要。这些市场包括并购市场（M&A）、杠杆收购市场（LBO），还有为控制市场而进行的竞争。尽管这些市场与 OPMI 市场交易的手段是一样的，但普通股、主要义务、普通股的主导价格、股息以及采用的交易条件，严格来说都与 OPMI 市场不同。

其他影响价值投资人的非资本性市场包括高级管理层报酬市场、按照破产法第 11 章进行重组计划时的双边交易市场、私人债权市场、保险市场、解决股票诉讼纠纷市场。

8.2 在许多市场上随处可见的超额利润

如果没有如零售客户、公共机构或一般公司等客户来承担巨大的交易成本，那么，在金融界什么交易也就不会发生。客户承担巨大的交易成本意味着：某些华尔街参与人仅以相当小的交易成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就能产生出相当大的交易利润（即获得发起人和专业人员的那些超额利润）。

超额利润并不仅发生在华尔街，它似乎也总是被公司的高级管理层赚取。高级管理层有主要股东、企业唯一所有者，也包括不是公司重要股东的专业管理人员。

最后，现实中有一些一直处于垄断地位和具有卖方市场的大公司，如可口可乐公司、吉列公司，它们看起来总是能赚取远远超出公司成本的超额利润。总的来说，这些公司并不是在为它们的股东赚取超额利润，用行话来讲：当其股票在 OPMI 市场交易时，公司收入水平实际上是用占股票的市值百分比来衡量的。

8.3 产生超额利润的原因

除非从市场外部强行制约，否则市场参与人总是试图赚取超额利润。这是由于市场参与人内在的逐利动机使然。如果没有外部制约限制他们，他们就在赚取收入的成本中拿出一定百分比做他们的超额报酬。有效市场假说的一个基本假设就是 OPMI 市场是有效的，或至少趋向于瞬间是有效的。这里，有效率的市场是指在这些市场上的参与人不可能总是赚取到超额利润。在有效市场假说看来，没有任何市场参与人会始终占有信息优势，赚取超额利润只能是一时的。因为一旦有人赚取到超额利润，不是招致新参与人进入市场，就是会面临现有市场对手更强的竞争，终究要使得超额利润减少或消失。换句话说，其他市场参与人的外部竞争使 OPMI 不可能总获得超额利润。

价值投资人确信：正是市场的有效率使超额利润最终被众多的参与人平摊。这也是美国的许多富人不是靠继承财产致富的原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因所在。进一步说，在 OPMI 市场上，有效市场假说的“不能总赚取到超额利润”的观点绝对正确。赚取超额利润是否受外部的制约对特定的市场影响很大，一个正面的例子是，公司高层管理人员的报酬和共同基金管理费用是按照创造收入的成本比例提成，是可以持续赚取超额利润的。相反的例子则是，在 OPMI 市场上，无论投资人怎样调整风险收入比率（收入 / 风险），使之最大化，也不可能持续赚取超额利润。

市场中的每个参与人都试图做到尽可能的理智，尽可能地遵循所参与市场的根本规则，市场参与人也都在努力充分利用好这些特定的规则。

在纽约证券交易所的一楼大厅，陈列着 OPMI 市场的一套基本规则，这也是经济学家所推崇的完全竞争模型。按照这个模型，交易发生在供给曲线和需求曲线交叉的一点。任何时候市场上都有成千上万的买卖方，市场特征是完全竞争，任何买方或卖方都没有足够的力量来影响市场价格。所有参与人都只关注短期交易，试图获得超额利润或平均利润。

如果是在非常接近纽约证券交易所的完全竞争模型的条件下，那么，对短期交易感兴趣的 OPMI 无论按何种股票指数在市场上都很难持续地有所作为。从另一个角度说，使市场秩序井然并排除市场价格操纵的外部力量—参与人之间的竞争和法规的力量，是卓有成效的。另外，OPMI 经常承受的巨大成本，也就是投机人和经纪人在交易活动中从 OPMI 身上赚取的部分，体现为买卖标价差额、佣金费用、保证金利息、供经纪人使用的本可以给 OPMI 带来利息收入的信贷额度。

很有意思的是，正是由于美国的 OPMI 市场有政府（特别是来自证券交易委员会）和行业自我监督机构的监管，才使其更接近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个完全竞争市场的模型。如果不是这样，超额利润（和低于平均水平的利润）就会被比现在更多的人们和机构得到。

对那些与 OPMI 市场不同而又缺少监管、基本规则和外部制约力量的市场，情形是怎样的呢？假定有一个参与人人数有限的市场（寡头垄断或卖方市场），参与人都很精明，目光也不短浅，这个市场上的任何竞争都不采取价格竞争的方式。按照这些基本规则，一个有效率的市场就是这样一个地方：每个参与人都努力达到他力所能及的程度，即使不能持续赚取超额利润也能持续一段时间赚取到平均利润。在许多市场上，发起人以他们初期投资的成本为基础赚取超额利润或固定利润，这些人是共同基金的资产管理人、杠杆收购发起人，例如：KKR（Kohlberg Kravis Roberts）和摩根士丹利，以及许多专家和市场庄家。

有效市场假说为什么认为 OPMI 价格决定实际统一均衡价值呢？基础是什么？就已能确定的而言，他们认为，在这个问题上有两个合理的但又没有哪个更为重要的理由：①通常，OPMI 市场价格是唯一可获得的准确、连贯、即时的价格；②从数量但不是可控资产数量上看，OPMI 比其他投资人都多。有效市场假说的这个所谓 OPMI 市场有效定价的观点看起来是荒谬的，因为其观点立足于以下假设：即在 OPMI 市场价格过低时，精明的内部人会入市并把价格哄抬起来，实际上这是不会发生的，主要有以下几个方面的原因。

- **公司内部人可以不用投入资金、没有风险地面对 OPMI 市场价格波动。**他们可以按照公平市场价值（即 OPMI 价格）的 100% 获得股票和股票升值，这些证券可以直接从公司获得，而不必到 OPMI 市场购买。如果内部人不用任何投资而利用内部特权就可以赚钱，那谁还会在 OPMI 市场上冒风险投钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？实际上，在可选择的范围内，有资格的内部人会选择尽可能低的 OPMI 价格，因为收入所得税法常常使得在发行证券时的成交价格低于“OPMI 价格”。

- **因为普遍存在保护现存管理层的“拒鲨”条款，潜在的控制性买方对以过低的价格购买 OPMI 普通股不会感兴趣**。无论从被动投资角度看证券的定价多么具有吸引力，不相信交易切实可行的控制性买方就不会感兴趣。

即使普通股的价格在 OPMI 市场上看起来过高，内部人可能也不愿意把股票卖到市场上去，特别是在内部人高度重视市场控制时。即：

- 经常高估价格的 OPMI 在受到控制的市场上根本不会高估价格，在这里他们经常采用不同的衡量价值尺度和指标；
- 内部人能从普通股所有权中和在纯所有权之上获利，这样，他们很少在 OPMI 市场上卖股票；
- 在许多精明的管理层手中，在 OPMI 市场上高估股票价格经常能使公司资产增值，这在并购中经常被用于增加每股的额外价值。

8.4 在金融界赚取超额利润

在美国，有许多机构可以施加外部制约来限制和抑制超额利润。价值投资人赞同有效市场假说中认为“竞争因素可能是最重要的外部制约”的说法，市场竞争因素会阻止市场参与人持续地赚取超额利润。除了市场竞争因素，如下一些机构或因素也可以做到这一点：

- 董事会；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 法律和法规；
- 法院；
- 借款人和授信人；
- 税务机关；
- 控股人；
- 工会；
- 组织；
- 信用等级评级机构。

8.5 缺少外部制约的市场

8.5.1 商业银行家（杠杆收购的发起人）

通常，在交易中投入资金的人叫投资人，而那些自己没有投入资金，把投资人的资金汇集到一起运作以赚取手续费的人叫作经纪人。商业银行则是表面看起来像投资人实际是经纪人的机构。在交易中它们经常不投入或投入很少一部分资金，然后用汇集起来的投资人的资金赚取资产收入。在华尔街有如下著名的商业银行参与金融交易活动：KKR、弗斯特曼·利特尔（Forstmann Little）、摩根士丹利－添惠（Morgan Stanley-Dean Witter）、美林、高盛以及花旗银行集团风险投资（Citicorp Ventures）。

直到20世纪80年代，主要的经纪商，如高盛和摩根士丹利仍相信，对资本包括人力资本和金融资本的最佳运用应当是在自己的经纪业务中，而不是在不变或基本不变的非经纪业务中，目前这种观念有了相反方向的变化，许多资本现在用在了杠杆收购上，这样，在商业银行成为公司不变或基本不变的投资人后，它们就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成为公司很重要的控股因素之一。

商业银行最近几年颇具竞争力，这大概会增强所有市场的效率。就现在而言，多数商业银行仍在发起人交易中赚取超额利润，部分原因是有诸如年金组织等热衷于参与杠杆收购的投资人提供了大量的外部资金。商业银行通过为投资人合理运用这些资金，赚取对冲交易的手续费。

商业银行典型的参与方式是部分合作，对冲基金在进行风险资本投资、套头交易、抵押业务和交易活动时也这么做。虽然条件可能发生变化，但发起人——一般参与人每年会收到投入资金的1%~2%的管理费用，加上盈利的20%提成，这些仅当有限责任合伙者提取了6%~10%的优先利润后就可拿到。对多数有限责任参与人而言，要和主要投资人进行谈判才能达成最终的条件。如果有限责任参与人的力量强大（例如KKR），一般参与人可能会被迫签订“一般参与人－有限责任参与人协议”（GP-LP协议）。有时，一般参与人能够给自己留下各种好处，如交易费等，而不是都把它们交给全体参与人。

8.5.2 对冲基金交易人

对冲基金交易人通常像一般参与人一样，只是有限地参与投资。一个经济体为了避免成为注册投资公司（registered investment company，RIC），在公司中不会有超过100位有限责任参与人。而且，为了避免成为注册投资顾问机构（registed investment adviser，RIA），公司中也不会有超过35位有限责任参与人。给一般参与人的收入通常采取上面提到的商业银行模式：最高为每年管理资产的1%~2%，再加上当有限责任参与人分红之后利润提成的6%~10%，利润提成从20%~50%不等。对冲基金交易人包括：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 商业银行 LBO 业务发起人；
- 风险套利人；
- 风险基金；
- 风险投资家；
- 房地产辛迪加；
- 石油和天然气辛迪加；
- 电影制造商。

在金融对冲基金市场上可能有一个惯例，即大约 1% 的管理费和 20% 的利润提成，但有关这方面发表的学术研究资料太少。以下非金融领域中发起人的收入可能有所不同。

- 在 1986 年以前，部分房地产参与者赚取差不多 3%~5% 的管理费、50% 的利润提成和资产管理费。自从 1986~1990 年房地产"逃避税收"失败以后，不论是按普通参与者还是按房地产投资信托，发起人的报酬已经降到大约均衡时的 1~20 倍。
- 石油和天然气辛迪加过去经常作为发起人达到参与 1/4~1/3：投资资金的 25% 而赚取 33% 的利息收入、管理费和操作费用。
- 在影视业，发起人的报酬方面可能没有统一的标准，经常低于制作人的报酬。

一般参与人对有限责任参与人的管理总是很严格的。从有限责任参与人比公司 OPMI 股东的管理权力小就可以看出。这一点对公开交易的有限责任参与人而言更加正确。

当筹集资金时，从发起人的角度看最好为一个"隐蔽集团"（blind pool）而筹集。一旦资金是委托的，发起人就可以按自己的选择进行投资。这并不总是可能的，因为许多潜在的有限责任参与人仅打算在指定的领域投资。

因为每个公司有少于 35 个投资人，这里提到的有限责任参与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人是指免除了按 D 条例应在证券交易委员会注册的个人。在 20 世纪 80 年代，公开注册的有限责任参与人十分常见，特别是在房地产和石油天然气行业（请阅读 1995 年出版的佳作《岩石上的蛇》（*Serpent on the Rock*），讲述了谨慎证券公司（Prudential Bache Securities）的业务活动）。有一种说法，把“有限参与”定义为一种业务协会，开始是一般参与人给协会提供经验而有限责任参与人为协会提供资金，当协会解散时，一般参与人得到了资金而有限责任参与人得到了经验。

有限责任参与人的期望目标已经发生了变化。例如，在 1986 年以前美国国家税收法修改以前，在出售最终日，房地产销售可以暗中逃税，其收入期望来源于逃税，或许还有一些现金收入。然而，对以风险资本进行有限责任合伙而言，其期望则寄托在将来公司首次公开上市时以高价持有公司的资产。

8.5.3 投资银行

投资银行靠提供如下三个领域的服务来赚取巨额费用。

- 顾问业务，包括适当建议、其他评估、财务策略和诉讼支持。
- 并购活动（即商业经纪业务）。
- 证券分销，包括公开证券包销和私人预订。

8.5.4 证券承销商

自从 1975 年在经纪业佣金中引入竞争以来，华尔街重视一级市场上进行差价巨大的包销交易的程度超过了在二级市场上买卖证券。例如，在 1986 年波士顿凯尔特人（Boston Celtics）的首次公开发行的差价就比较典型，每单位 L.P. 是 1.29 美元，这可以与二级市场上为一个客户（无论是什么市场）做一笔业务的佣金是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每单位 2 美元的水平相媲美。客户从提供全部服务的经纪人那里得到最大相当于在 1 000 单位中每单位 40 美元的折价。在 1.29 美元的差价中，拿出 1/3~1/2 作为证券经纪人的报酬。许多年来，许多证券经纪人在进行差价巨大的包销交易时赚取了超额利润，包括房地产和石油天然气的参与人、加入共同基金和首次公开发行。可能在金融组织中存在巨大的压力要求赶上这种持续赚取超额利润的力量，不只是佣金要赚取到像首次公开发行那样高，而且多数首次公开发行且需求超过供给时，发行价格被设计成容易脱手的价格。

8.5.5 资金管理公司

为基本上是消极投资人管理资金是一个利润惊人的行业，无论是通过注册的投资公司还是注册的投资顾问，都很少面临价格竞争。一个公司管理资金获取超额利润主要有 3 个渠道：包销、管理费和资产交易管理。另外，管理资金者还有机会把超额利润转给其他的管理人，例如，通过任命外部董事、选择律师和会计师。

存在不同规模的资金管理公司，其规模变动是它们在 1998 年所管理资金总额的 2%~5%。表 8-1 显示了选定公司的资金管理规模。

表 8-1 某些公司管理下的资金规模（截至 1998 年 10 月 31 日）

公　　司	资金规模（10 亿美元）
富达投资	621
先锋集团	398
添惠国际资本公司	104
Dreyfus 公司	101
AIM 集团	94

8.5.6 资金经理和财务顾问

资金管理是总开销很低、全部与现金打交道并有机会把现金流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动资本化的行业，而且在被收购或公开上市时价位很高。

《福布斯》评选的美国最富有的400人的标准有点问题，即估算财产是按照数量而不是质量，如果考虑净资产的质量，这400人中恐怕就会包括许多资金管理者而少一些拥有房地产的人、石油天然气大亨、持有所管理公司普通股的企业家，他们手中的股票在OPMI市场上价格不可能稳定。

8.5.7 交易发起人

对交易发起人这个话题感兴趣的一般是财务理论家和有效市场假说信奉者，而不是价值投资人。从交易活动中持续地赚取超额利润的人有：

- 股票交易投机人；
- 从事欧洲债券二级市场交易的银行；
- 从经纪人那里获得免费或几乎免费信贷额度的人；
- 某些差价放款人。

在学术研究中对超额利润是以沉没成本（sunk costs）还是以当期价值赚取有点混淆。实际上，股票投机人能永远赚取到超额利润，就如电视台的所有者一样，因为他们一旦有获得超额利润的特权，就没有谁再能进入市场来使排外的他们放弃既得利益。

8.5.8 公司高级管理层

如果董事会不对高级管理层加以制约，就没有其他什么机构可以做到这一点了。在美国这一工业社会中管理层和雇员之间收入严重失衡。

控制管理层薪水是董事会的职权，但实际上公开上市公司的董事会并没有给予任何制约。董事会在任命管理人员时实际上不会选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

择不是他们朋友的人和惹麻烦的人。特拉华州是大公司很多的一个州，在那里从没有任何有关管理层超额利润的诉讼案例，根据美国国税局（IRS）的法规规定，当公司支付管理层每人每年薪水超过100万美元时，禁止减免公司税收，但这个法规很容易被规避。

高级管理层的收入由以下几部分构成：

- 薪水；
- 额外津贴；
- 无风险或低风险的股票，特别是全面的股票特权；
- 某些交易，包括租赁财产给公司或提供其他有偿服务；
- 参与商业银行业务活动，如管理收购（MBO）；
- 雇用朋友和亲属的机会；
- 对公司管理的控制，包括划定势力范围。

8.5.9 其他可能赚取超额利润的专业人员

另外一些可能赚取超额利润的专业人员有：

- 被告律师；
- 原告律师（在美国，集体诉讼的存在和消费缺乏安全有助于提高超额利润）；
- 管理顾问；
- 税务顾问；
- 破产倒闭律师；

以下专业人员赚取收入可能比投资银行家和律师略低：

- 业务经纪人；
- 评估师；
- 提供诉讼支持的人（专家证人）。

有两类专业人士提供了真正必要的服务，但好像没有得到应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的补偿，他们是审计师和破产管理人。尽管关于会计职责的法律在进步，但美国审计师行业收入低微路人皆知。由于先天要求独立性，对审计师的要求标准比起其他行业要高得多。给予他们高收入是必要的，没有可信赖的审计，美国就难以建立商业信用，经济将寸步难行。

8.5.10 垄断性公司和垄断寡头

许多公司——如可口可乐公司、微软公司和英特尔公司持续赚取超额利润，相对而言其他公司难以介入竞争，外部力量也很难制约干预。

8.6 有效率的发起人懂得“知道对象是谁”和“知道该如何做”的重要性

“知道该如何做”的要点包括财务和法律上的考虑，还有行业和公司的特殊性。前者包括：

- 公认会计准则（GAAP）；
- 证券的特点；
- 证券法律和法规；
- 内部收入法规；
- 重组问题公司。

通过审慎原则获得“知道该如何”的知识是有一定限度的。经济和法律上的“审慎原则”是指在一定环境下保持谨慎和理性。当凯马特公司1975年在74美元的价格上成为优先债权人时，笔者能真正知道多少呢？如果笔者一直在考虑获得管理权，笔者对凯马特公司又了解多少呢？许多事情超出了能力范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.7 超额利润的智力难题

如果假定所有资产都在市场上标价交易并能够售出，而且这些资产的市场价值等于这些资产所能赚取的收益，则永远不会存在超额利润。当资产赚取的利润增加时，它的市场价值也会升高，最终，股本收益率（ROA）——利润占资产价值的百分比将保持不变。这样，按照有效市场假说，不存在超额利润的概念是正确的，但没有什么用途。从根本上看它是一个名词合并的概念，其中无论是哪种收入都反映了公司资产价值随OPMI市场普通股价格灵活变通。

有效市场假说中的陈词滥调——“没有免费的午餐”是一种误导。相反，关于发起人和专业人员的报酬较为适合的说法是：某些人必须付午餐费。那些没有得到免费午餐的人实际上为发起人付了午餐费，这些人就是那些非专业性的OPMI，其报酬仅限于直接从他们手中持有的资产中获得。他们是金融组织中为所有其他参与人付午餐费的主要源泉，也正是他们信奉有效市场假说和“格雷厄姆－多德基础因素分析”。OPMI是华尔街弱肉强食食物链条中的最下端。金融组织存在的理由在于给政府、工业和商业提供进入资本市场的常规渠道。二级市场（也即纽约证券交易所）的功能则在于为此提供便利而不是保护投资人。保护投资人是非常非常重要的，不仅因为它本身，而且，也是为想利用资本市场筹资的生产者提供门路的一个必要条件，是二级市场给证券持有人提供了流动性。二级市场的另一个功能是提供价格机制。本书的一个基本要意在于：多数股票的OPMI市场并没有提供一个价格机制，或不应当被期望提供一个普遍适用或十分有效率的价格机制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章
Chapter9

财务会计的使用及其局限性

会计部经理：2加2等于多少？

会计职员（小心翼翼地）：您需要它等于多少？

财务会计，在美国具体体现为公认会计准则——GAAP，是分析家对商业企业和它们发行的证券进行分析，特别是分析所感兴趣的公司资产质量的一个必要工具。在价值投资中，GAAP报告有三个目的。

- 为分析家提供客观依据，是分析家确定一个或多个经济事实的必备工具。
- 为特殊目的而进行分析。
- 无论进行严密还是粗略的研究，它为分析家提供了一个向导工具，是分析家所能依赖的唯一的公开数据。

与主流的证券分析方法不同，在价值投资分析中，经常认为GAAP的结论并不是真实地描述了经济事实。进一步讲，使用GAAP没有普遍适用而且无懈可击的原则，这点与传统方法有所不同。相反，价值投资中每一个会计科目都和上下特定的科目相关联，很难得出一致的结论。例如，当检查一家汽车旅馆连锁店的财产、厂房、设备账户时，主流分析家可能会把折旧看成收益账户下的非现金费用。与此相反，虽然价值投资人也认为在收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账户下，作为非现金费用建筑折旧导致了经营中现金流量的增加，但是，他们更会把公司收益账户下的家具和固定设备折旧看成当前现金费用或支出中的相应部分。简言之，维护很好、位置不错的砖石构造建筑不会因为任何经济萧条而贬值多少，但其中的家具和固定设备可能会贬值，因为它们每天都被使用，而且得不断地被更换。

在价值投资中，财务会计的作用在于帮助投资人从长期角度分析评价一个公司和它发行证券的价值。在 OPMI 云集的公司普通股市场上，使用 GAAP 的结论，特别是收入的结论来分析公司股票交易短期价格走势是没用的。实际上，价值投资对公司的分析认为，如果像市场交易中的投机者而不是如投资人那样进行分析，就不可能得出合理的结论，其认识只能是片面的。

在价值投资中，被动投资用财务会计作为一种分析工具，与以下这些人使用它的方式相类似：购买公司控股权的人；在普通股市场上大量投资，如投资 100 万美元或更多，并永久或长久持有这些股票的投资人、多数预期公司表现良好的贷款人——他们打算从长期资产增值中获得利润，并不卖出手中所持证券。以上这些人很少把收益账户看成首要的决定因素，相反，一个分析要涉及整个会计流程，包括收益账户、公司资产的数量和质量。

9.1 传统方法

传统财务会计与价值投资会计在实际中的作用看起来很不相同。传统财务会计是很多经纪公司的研究部门、投资公司的资产管理人所采用的，也是学校教育培训注册会计师所推崇的方法。以下是培训 CFA 进行财务报表分析的三本入门教材。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 《公司理财》（*Fundamentals of Corporate Finance*），斯蒂芬 A. 罗斯、罗德尔福 W. 威斯特菲尔德和杰弗利 F. 杰富著。
- 《投资分析与组合管理》（*Investment Analysis and Porfolio Management*），弗兰克 K. 赖利和基思 C. 布朗著。⊖
- 《财务报表分析和运用》（*The Analysis and Use of Financial Statements*），杰拉尔德 I. 怀特、阿什维・保罗 C. 桑迪和达夫・弗莱德著。

在传统方法中 GAPP 的作用如下：

- 会计数据应尽可能地反映经济现实，其中需要核实的重要数据，如公司的阶段性经营净收入、其他衡量一段时期内公司经营状况的指标都是非常重要的数字；
- 用 OPMI 市场价格的变化来衡量所发布的会计信息对 OPMI 交易市场的影响需要首要考虑，也是唯一使用这个市场来衡量。

怀特、桑迪和弗莱德在他们上面的书中第 5 章的题目是："经验研究：财务报表分析的使用"，讨论传统方法即经典方法、以市场为基础的研究和积极的会计研究。

他们指出：标准方法"试图通过理论透视，最理想或大部分正确地反映真实的（但不可观察的）现实"。

在说明以市场为基础的研究时，他们写道：

研究主要集中于：市场对会计数字的反应（或关系）。利用观察到的会计报表收入或其他衡量公司表现的数据与市场利润之间的关系来发挥会计信息的作用。

"积极的"会计理论，与以市场为基础的研究有许多不同，但更突出反映 OPMI 市场范围以外的实际会计信息，包括：

……管理薪金计划、信贷债务协议、其他与公司相关的规定文

⊖ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件。更重要的是，当财务报表影响到这些其他外部环境时，人们就不仅使用会计系统来测算所决定的结论，而且，首要考虑的是它怎样影响所决定的结论。

经典方法和以市场为基础的研究采用下面的假设为前提，这从价值投资角度来看是非常不合理的。

- 公司完全是持续经营的（除了资产——在OPMI市场上交易的证券资产）并经常被评估的企业。因而，存在过于突出收益账户而不重视其他会计流程要素的倾向。如果一个公司真是持续经营的，这一点就非常重要，因为过去的收入记录应当成为预测未来收入的最好工具。
- 预测短期OPMI市场的交易价格是分析家首要或主要的任务。这样，需要突出收益账户。很明显，OPMI市场对当前每股收入的反应要比其他会计数字更强烈一些，特别是在那些要破产清偿公司的资产负债表中更是如此。
- OPMI市场的价格是普遍均衡的价格，反映了所有（或几乎所有）可得到的当期信息。无论是会计信息还是非会计信息发生变化，都会使价格变化。
- 市场被定义为OPMI市场，其他市场（如杠杆收购市场LBO）被忽略。
- OPMI市场上价格是否不稳对所有投资人都很重要，即使是对那些不通过借款进行融资购买并持有股票的股东。

概括地说，价值投资使用会计的目的和方法与那些传统的方法大为不同。价值投资把财务会计看成帮助分析家估计以下结论的一个工具：①特定时期公司的状况；②公司任何时点上的现存资产的数量和质量。除此之外，财务会计也是价值投资分析非财务因素的工具，例如管理因素，还有一些文件如租赁协议、借贷协

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议和养老金计划。在传统方法中，财务会计的主要作用，在衡量新的会计信息对交易人的作用时，虽不是绝对但确实偏重于使用变化的市场证券价格来衡量公司的真实表现。

9.2 用作客观依据的财务会计报告

公认会计准则（GAAP）是按照严格原则制定的会计报告系统，由于其前提假设的不现实，因而对实际情况的描述准确性也是有限的。以下是许多不切实际的 GAAP 前提假设：

- 财产、工厂、设备按历史成本折旧；
- 存在即时价格；
- 流动资产和长期资产使用标准而且固定不变的定义；
- 资产负债表右侧是净资产或线上应付部分；
- 多数科目中使用发生额概念，成本和支出相匹配，即使是有关公司现金方面的偶然发生额；
- 负债有时存在沉重的货币成本负担，有时则不存在；
- 不存在由大量权益组成的负债（例如，迟付所得税）。

进一步说，在 GAAP 下，对公司管理而言，即使给定以下有限数量的选择，它们之中也没有一个必然反映经济事实：

- 存货账户；
- 永久性资产账户；
- 表内和表外负债；
- 长期雇员福利账户；
- 所得税账户；
- 公司合并账户。

公认会计准则起初总是被设计成能独立反映公司运行状况的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报告系统。20世纪90年代后期，出现了把与公司相关的股票市场信息结合起来提出报告的倾向。这从有人建议参照公司雇员所持股票估计价值对收益账户征收所得税可以得到印证。这看起来过于脱离实际，因为它假定不同雇员所得到的利润价值等于公司为获取这份利润而付出的成本。价值投资认为把公司作为一个独立实体是一个基本原则。一个雇员的非现金利润价值不应当等于公司的成本。价值投资认为在所有方面公司是独立的和清晰的实体，与公司股东毫不相关。

由于公认会计准则使用相对固定的一套准则，并被独立分析家（如公共会计师）和专家倍加推崇，审计报告就是资产安全分析家唯一可得到的严格客观的数字报告。公认会计准则不符合实际，但又是分析家独立分析现实情况的工具。与公认会计准则相比，其他数字报告（例如，投资银行咨询和评估报告）经常缺少客观性和独立性。这些报告多数缺乏行业标准或准则，另外，写报告的专家经常受到给他们发薪水的老板的很大影响，尽管对很多独立审计人士而言并不是这样。

正如已经指出的那样，进行公司资产价值评估，用同样一组数字来考察持续经营状况时，结论可以大不相同。考察持续经营状况时，零售库存不是流动资产；为保证一个零售连锁店的运转，就应当保持或增加投资，因为这样的库存是固定长期资产。另外，如果零售连锁店不再运转，库存就变成真正的流动资产，可以在1年内变成现金。

在现实中，为什么有那么多的人期望财务会计能给他们揭示出实际情况呢？实际上，GAAP数据只是在许多特定场合才能反映现实情况。例如，按1940年修改的《投资法案》注册成立的投资公司，就按GAAP做出的资产负债表来估计OPMI市场资产价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对多数信用分析家，GAAP 似乎比较贴近实际，这里 GAAP 并不被用于价值估计，相反，它为分析家判断信用工具是否符合有关条款的可能性提供充分信息。比较起来，正如怀特、桑迪和弗莱德指出的："**证券分析的最终目的在于评估。**"从价值投资角度看，当分析家对公司的资产质量关心时，特别是当他们评估高级别信用时，关键的信息披露并非是公司评估，而是存在或不存在相当于或大于负债的信用工具，其他后面的信息多数审计报告都可以提供。

价值投资经常关注数字的意义而不是数字本身。价值分析家并不期望 GAAP 数字能反映现实，他们把 GAAP 数字看成所用的一种原材料，这样经他们研究后可以近似地反映现实情况。现实情况在一定程度上是由分析家所掌握，而不像会计们那样为了满足一套固定刻板的假定条件如 GAAP 而做出一系列的报表。

对于传统资产分析家，总是突出收益账户作用；最期望的是从 GAAP 得到公司阶段性运行状况的准确分析。价值投资则相反，突出分析的均衡性：关注整个会计流程。不仅关心阶段性运行状况，也关心所分析股票的公司资产的数量和质量。价值投资人认为每一个会计数字都与其他会计数字有关，同其他数字相关并随其他数字变化而变化，与其他数字互为函数，都是整个会计流程流一个部分。收益账户数字并不比资产负债表数字更准确、更有意义。每组数字可以被推导、改变且互为函数。怀特、桑迪和弗莱德的"对投资决定而言，资产负债表的数字作用有限"观点，从价值投资角度看，也许是错误的。一个更合适的说法应当是：当决定投资时，资产负债表与收益账户彼此密切相关。但分析每天或每小时的股票市场交易时，比起当期或预期收益账户，资产负债表的作用的确有限。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当分析家想按GAAP数字预测公司收入时，常常以最近一段时期内资产的数量和质量为依据判断未来走势，这比以过去收入即使是最近收入状况为依据要好一些。最为重要的是，价值分析家知道要想独立地预测未来收入，既不能完全靠流动资产，也不能用过去收入，可以也应当把二者结合起来分析。

价值分析家并不认为突出收益账户是首要的分析方法，因为他们观察到，就算按照传统的每天进行的管理和曾经采取的融资方式进行融资（包括那些分散的股票），也极少存在能在实际上持续经营的公司。价值投资人认为很少有公司会持续经营5年以上而不牵涉部分或全部进行并购、重组、扩融、控股改变和清理活动的。当公司不是持续经营时，对管理的评价不仅应当放在管理操作上，还要考虑到投资人、资产配置、融资和再融资业务。分析家进行这种公司评估不可能如GAAP那样，仅把重点放在操作结果上，即放在发生的收入和利润上。

虽然对GAAP在反映资产评估的实际经济情况上寄予厚望，但GAAP还是评估多数公司管理层作为投资操作者和公司经营者能力的一个基本工具。许多价值分析家认为投资操作是比管理操作更重要的功能，即使二者很难分开。然而，一次好的投资操作比10年精明管理重要得多。看看伯克希尔－哈撒韦公司或纳伯斯工业（Nabors Industries）公司即是如此。

市场导向的研究只关注在OPMI市场上的交易环境。按照GAAP，这种研究应完全了解会计信息是如何影响OPMI市场价格的。根据这种方法，分析家漏掉了许多除OPMI市场之外的市场，如杠杆收购市场、风险投资市场、陷入困境的发行人优先债务市场的有用的会计信息。

许多OPMI市场定价与杠杆收购市场定价相比较的例子可以证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明，有很大数量的价值可能被做市场研究的人忽略了。假定普通股 XYZ 在 OPMI 市场以 16 美元左右的价格被买卖，也许是因为 XYZ 股票短期收入前景不乐观，或 XYZ 公司所在行业的市场价格比较低迷。再假定有一个控股买方，部分地靠财务审计报告分析，相信 XYZ 股票价值不会低于 35 美元，原因是① XYZ 股票按基本情况和最糟糕情况分析，长期前景看好；②控制性购买方估计存在很强的交易融资能力，因为他们坚信 XYZ 公司具有强的融资能力和可能有确定的资产，从而不会干预持续经营的企业运作；③买方确信各种好处，如能够获得管理薪水和费用。控制性买方或是用现金在价格为 21 美元时购买 XYZ 公司普通股，或是计划建立一个空壳公司，也是为了在价格为 21 美元时买 XYZ 股票，对原公司进行现金性收购。控制性买方可以包括外部人和现任管理层，或兼而有之。

以市场为基础的研究极其关注在 OPMI 市场上价格位于 16 美元或转手价格为 21 美元或更高一点的投机活动。研究提出的问题是：OPMI 市场如何对转手价格为 21 美元的消息做出反应。以市场为基础的研究恐怕完全遗忘了使用许多控制投资人和其他人的会计信息，确认 XYZ 会在 35 美元左右可能被转手，那种分析看来属于价值投资领域了。实际上，有效市场假说和以市场为基础的研究的早期理论，仅仅关注 OPMI 交易市场，完全忽略了长期交易的基本原则。

在价值投资中使用 GAAP 类似于那些熟练的税收人员使用国内税收法规（IRC）。价值投资人和税收人员都是必要的解释者，二者都采用相对严格的报告系统——GAAP 和税收法规，并使用在这些系统中的规定，把它们转变成可操作的东西。对价值投资，目的是把 GAAP 解释成恰如其分地反映出所考察公司的经济事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对税收人员，目的是把税收法律解释成客户支付的当期税收价值最小化。另一方面，价值分析家将贬值的数字用于税收目的，并按照经济实际情况努力把这些数字解释得更贴近现实情况。

当分析家考察数字意味着什么时，重要的仅仅是所披露的对象而并不强调这些对象在哪里或如何被披露。所有传统方法却都强调这一点，在它们那里，财务会计的主要目的是使经营过程中的阶段性收入报表尽可能正确。持有 GAAP 此种作用观点的人包括学术界、信奉“格雷厄姆－多德基础因素分析”的人、来自财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board, FASB）和证券委员会的会计权威们。然而，从 20 世纪 70 年代开始，财务披露已经改进了许多，正如本章有关章节将指出 GAAP 是一个向导图那样，很难仅因为会计权威把过多时间和精力投入到披露数字的表格中而不是重要的披露而对之发出抱怨。实际上，从 70 年代开始，会计披露在数量和质量上进行的改进是巨大的。

9.3 出于特殊目的而使用 GAAP

对价值投资者使用 GAAP 这种客观的工具而言，数字的含义远比数量更为重要。对价值分析家，报告上的 GAAP 数字并不经常能反映实际经济情况，但也不总是如此。好的分析家总能意识到哪些 GAAP 数字能准确反映实际情况——数字是多少实际上比数字含义更为重要的情况。本章这节研究报告上的数字可以反映经济现实、法律现实或反映二者的特定环境情况。

- **OPMI 交易环境**。这里，一个报告上的数字——每季度每股收益（EPS）看来是能反映现实的数字，无论它等于、超过还是低于一致的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **当公司或内部人试图进入资本市场卖出股票之时。**在这种情况下，从打算卖出股票的公司或内部人角度看，报告上的每季度每股收入通常不仅是对将进行交易的股票价格有巨大影响，而且对发行的股票能否进行交易也有影响。
- **相关公司是否能满足贷款合同条件、合同要求或其他合同条件的测试。**这些数字经常建立在报告的 GAAP 结果上。而这些结果通常包括了除每季度每股收入之外的许多事情，如最小净资产、利息收入的全部来源、偿债现金流量来源、股转债比率和营运资金比率。
- **接受监管的金融机构的资本充足性测试。**这些经常通过 GAAP 处理的数字被报告出来，或修改调整为反映 GAAP 的数字。存款机构、保险公司、经纪人－交易商都是如此。
- **信用评级机构。**它们很依赖于 GAAP 报告上的数字。

9.4 把 GAAP 当成节省精力和减少调查的向导图

从邮寄给股东的资料或证券交易委员会提供的文件中可以得到的审计财务报表、中期财务报表以及管理当局讨论和分析书（management discussion and analysis，MDA）中可以得到全面的披露轮廓，使得价值分析家能理解大部分（但还不是全部）公司和证券（发行的债券或股票）的表现。财务报表通过资产负债表、利润表、现金流量表、股东证券报表、一切补充材料，特别是每年审计中用附注方式的披露和独立会计事务所的意见等，囊括了整个会计流程。每季度公布但不必经审计的管理层讨论，涉及以下事情：

- 经营结果，包括销售走势或支出项目；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 资本来源和流动性，包括现金流动趋势；

• 建立在已知趋势基础上的未来展望。

掌握所有GAAP信息披露类型的一个方便途径是研究1999年版的《米勒公认会计准则指南》(*Miller GAAP Guide：A Comprehensive Restatement of Current Promulgated Generally Accepted Accounting Principles*）有关章节“对新版公认会计准则的全面再解读”，简·威廉斯（Jan R.Williams）著。

公认会计准则：

会计变更

会计政策

公司合并

现金流量表

变动价格

合并财务报表

或有风险和不确定性

可转换债务和有保证金债务

流动资产和流动负债

递延报酬合同

应计折旧资产和折旧

开发阶段企业

每股收益

平衡法

债务消除

财务工具

外汇经营和交易

期货合约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府合约

贷款减损和永久性资产

所得税

会计上的分期收款销货方式

无形资产

资本化利息成本

应收和应付利息

中期财务报表

存货计价和盘存法

投资退税额

债务和股票证券投资

租赁

长期基建合同

长期债务

非货币性交易

养老金计划财务报表

养老金计划雇员

养老金计划：结算和削减

雇用后安排和退休后安排

养老金以外的福利

产品财务安排

财产税

准改组

相关方披露

研发成本

经营结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入确认

行业报告

股东权益

发给雇员的已发行股票

有追索权的应收款转换

纠纷债务重组

特殊行业会计准则：

银行和储蓄机构

娱乐行业

- 广播
- 有线电视
- 动画电影业
- 音像业

特许专营业

保险业

保险企业

产权工厂

抵押银行业

非营利性组织

石油天然气公司

房地产交易商

房地产成本和初始租赁操作

房地产：出售监管业的确认

这些题目没有告诉价值分析者想知道的公司的每一件事，但对于多数公司而言，GAAP 披露提供了一张向导图，不仅告诉分析家在理解公司和它们发行的证券时什么是重要的，而且也许更重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是——给它们提供了其他并不知道的重要线索。普遍认为，不存在“竞争者开发新产品从负面影响发行者的有关 GAAP 披露”，至少在开始时如此。例如，微软公司发布 IE 浏览器，从网景公司那里夺取市场份额。然而，进行负面性 GAAP 披露是一个很强的趋势。自 20 世纪 70 年代开始，独立审计事务所形象已经被牵扯会计事务所的证券诉讼事件损坏了形象。可以认为很多会计事务所正承受压力，它们负责准备由审计师看的财务报表，被允许按照自己意志做出任何负面性披露。公司公开交易证券报表的独立审计事务所通常在以下方面非常谨慎：与 GAAP 规定相符合，包括财务报表中披露的内容；与公认审计准则（Generally Accepted Auditing Standards，GAAS）相符合（包括在准备审计时的全部程序）。由会计职责的发展造成的这种气氛可能对于作为一个社会整体没有多大效率，但不管怎样，所营造的环境对于精明的投资人而言，是其认可并利用的。

一般的价值投资者在他们多数的分析里是怎样使用 GAAP 这个向导图的呢？

（1）作为理解公司经营和投资潜力必不可少的工具。

（2）作为记录突发事件、风险和所有不确定性的有利辅助工具。

（3）作为评估管理的优良工具。例如，当管理层有了会计选择（如用完全成本会计或精细的会计方法计算石油天然气开发），分析家将考察管理层的这种选择来估算管理层基本上是保守的还是进取的。例如，一个非常完善的资产负债表可能就表明管理层是保守的。

（4）作为确定以下文件是否符合现实的一个优良工具：长期贷款合同、租赁、养老金计划、劳动合同。这些文件或多或少在财务报表的附注中有所体现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（5）作为从审计师角度考察一个公司的质量和它的生存能力的优良工具。一个“干净”（Clean）的证书至少可以让人有点放心。一个企业一定条件下维持生存的能力证书，对母公司持普通股的人来说应是极其关注的，也许对其他次级证券如次级债务的持有人而言，也应是如此。

尽管 GAAP 一直是一个必要的工具，但对许多分析而言，它根本没用。当一个公司资产的质量部分是用在资产负债表或附注上是否存在债务来衡量时，GAAP 至关重要。当一个公司用新发现（如新油田开采）或新产品（如还没有上市的一种高级计算机芯片）来衡量成功程度时，从 OPMI 持股人分析角度看，GAAP 就不是那么重要了。

GAAP 有许多的根本缺陷。

（1）多数 GAAP 只关注母公司股东的利益。对于这部分人，合并财务报表是最有价值的。对贷款人，经常需要去合并——而不是用合并好的财务报表来评估现金如何从经营的子公司流向母公司，这如同考察重要公司实体的资产负债表一样。

（2）以应计账户为基础的 GAAP 经常在解释公司现金过程中出现困难。顺便说一句，现金账户用应计本金来测量存在很大的问题，它不能披露公司财富创造和经营结果的过程。

（3）当公司通过没有预料到的（因此没有报告的）资产升值（这类升值没有快捷确定的市场价值）时，GAAP 通常就没有多大用处。手中有大量未开发的土地的公司就是这类公司的例子。

（4）GAAP 对那些仅仅关注预测未来收入或现金流量、而不关心由非收益账户 GAAP 披露提供的渐变因素的投资人而言，可能也没有多大帮助。

（5）GAAP 是预防证券欺诈的疫苗。多数从事不谨慎的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行或直接欺诈的人，愿意选择发行作为投资手段是合乎逻辑的，这些炙手可热的假消息与 GAAP 毫无关系。逃税、小股票、新兴市场股票、交易系统、商品表现、新发现、新发明，都是多数不谨慎发行人炒作的原材料。这些投资手段共同点是：在整个投资过程中，GAAP 并不受重视。

GAAP 向导图的作用对于价值投资而言至关重要。审计报表，包括附注和会计师意见信，构成了必须要求的全面披露。那些负责准备报表的人有很强的财务动机使这些报表暴露出一些公司的问题，例如潜在的外部债务。

在消极投资人的价值投资中，经常突出公司资产的数量。估计资产质量一个重要的因素是看其有无债务，要从资产负债表、附注或一切没有披露的信息来判断。审计师试图重点披露这些债务：

- 长期债务；
- 意外环境开支；
- 意外诉讼开支；
- 养老金和其他长期雇员债务；
- 物质租赁。

附注内容包括合并的基础、固定资产、存货、所得税、养老金和其他事后雇用利益保障计划、债务、诉讼和其他或有损失、可交易证券和其他投资、重要客户、有关方面销售和出口销售。

在 GAAP 中，①当一笔损失可能已经发生了；②损失数额能被合理地估计出来时，必须把一笔损失计入资产负债表。而且，当一笔损失合情合理时，附注披露是必需的。对多数价值分析家而言，这些损失披露经常是非常重要的。

风险和不确定性也是 GAAP 审计的一个部分。在 GAAP 中，一个公司需要披露以下事实：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 公司主营行业和市场；
- 公司评估的使用；
- 一些重要的评估；
- 公司当前由于某些集中而产生的脆弱性。

附属计划是给价值投资提供重要披露信息的另一个工具：

- 经证明的石油和天然气储备估计值按 10% 贴现率折算成当期价值（即 SEC PV10）；
- 每年报告给证券委员会的 V 计划提供了已经发展的房地产数据；
- 变化价格的影响；
- 按照地理区域的销售收入披露、经营收入、公司骨干部分所用的资产，出口销售数据；
- 与金融工具和对冲交易有关的披露。

管理层对于每季度的经营结果、财务头寸、流动性、资本来源的讨论和分析需要包括已知趋势、发生的事件和不确定性（如市场份额下降）的重要影响，还应包括对不持续经营和其他临时发生业务的讨论。

尽管 GAAP 一直是一个必要的工具，但其在提供信息中的重要性依赖于所分析的对象。GAAP 在信用分析中几乎一直是很重要的，对多数严格持续经营企业的证券分析而言也很重要。不过，有时在投资逃税分析中没有多大用途。它们在评估那些价值依靠新发现和新发明的公司时也很少派上用场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章
Chapter10

叙述性信息披露的使用和局限性

任何人，无论是直接还是间接，在证券买卖中根据所处的环境，蓄意伪造报表或在报表中隐瞒必要的事实，都是违法的。

——证券交易委员会
（SEC）第10（b）5款

叙述性信息披露是在价值投资中了解一个公司经营、价值、问题、潜力和长期管理方向的工具。除了偶尔进行风险套利，价值投资人并不总是试图预测OPMI市场短期证券交易价格。

从信奉“格雷厄姆－多德基础因素分析”的人的角度看，在有效市场假说的前提下，经纪人研究机构和一般资产管理人使用叙述性信息披露，主要目的是帮助分析家预测OPMI市场普通股在即将来临阶段的交易价格。与价值投资人一样，这些市场参与人用这个工具了解公司状况。不过，他们的主要关注点不在这方面，而在于预测OPMI市场短期价格走势。虽然从总体上了解公司状况也是必需的，但究其主要目的还是预测OPMI市场的价格。

由于使用目的不同，公司信息披露在价值投资和其他领域的使用大大不同也就不足为奇。在价值投资中，并不存在所谓“最重要的信息披露”，全部的信息都得加以考虑，每条信息的重要性要具体情况具体分析。所以信息的时效并不重要，尽管这点对于其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他方面很重要，这样价值投资自然认为信息披露只具有相对的完整性。

对有效市场假说、“格雷厄姆－多德基础因素分析”、研究机构和一般资产管理人而言，信息披露是如何影响收入或现金流量至关重要，要首先考虑收益账户。信息披露的时效，至少是那些影响短期 OPMI 市场价格的信息披露（如未来一年的前景）也非常重要。没有人愿意最后一个得到信息，人们都努力争取第一个获取信息。

在证券交易委员会邮寄给证券持有人的信息资料中，有两类公司提供的信息披露资料备受价值投资人重视。

（1）能基本上自然清晰地显示管理层意见和管理风格的信息披露资料。这其中包括首席执行官在发给股东年度报表中所附的信件、年度报表中产品和经营状况描述、新闻发布、投资机构记者招待会资料、给证券分析机构的致辞、寄给股东的季度报告。管理层陈述上能有多大自由度，要由证券律师来把握。多数大体按照 1934 年证券交易修改法案第 10-b（5）款有关规定来拟定。目前，内部披露范围按《安全港法案》（*Safe Harbor Act*，是 1995 私人证券诉讼法案一部分）被放宽了，如在对冲条款中，管理人员可以更自由地预测前景。其中第 10-b（5）款仍是最需要给予考虑的，内容是“任何人，无论是直接还是间接，在涉及证券买卖中根据所处的环境，蓄意伪造报表或在报表中隐瞒必要的事实，都是违法的”。总之，在给股东的年度报表中，首席执行官的信件中可以夸耀管理层做对了什么，同时也允许将做错的事归咎于环境难以控制。

（2）固定格式的证券交易委员会文件。这其中包括 10-K、10-Q、8-K 三个表格，代表委托书，申请上市登记表和 3、4、5、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13-D、13-F、13-G 表格，一般是由公司律师严格按证券交易委员会法规填制。基本指导思想是信息披露的数量和质量不要引起法律诉讼纠纷。一些披露文件有时效规定，定期发布（例如 10-K、年报、10-G 表第 1 部分、季度报表）。其他文件随事情发生而发布（如申请上市登记表、8-K 表、10-Q 表第 2 部分）。

有关证券交易委员会文件的更多知识，请参阅优秀的证券交易委员会汇编书籍：《公司披露文件指南》（*A Guide to SEC Corporate Filings*），其中包含每种文件的检索和研究。

价值投资除了应用上面的证券交易委员会文件和邮寄文件，还经常使用来自其他渠道的信息披露文件：

- 法院记录，包括与诉讼和破产法第 11 章中重组过程有关的记录；
- 其他监管机构文件；
- 竞争对手的证券交易委员会文件和邮寄文件；
- 交易协会报告；
- 《华尔街日报》；
- 其他金融报刊；
- 像 Bloomberg 的网络在线概览服务；
- 证券交易委员会每天新闻摘要；
- 《破产报告》；
- 行业出版物，如《伍德汽车报告》（*Ward's Automotive Reports*）和《妇女服饰日报》（*Women's Wear Daily*）。

有些人喜欢大量复制所能获得的文件，其实，有许多良好的邮寄服务和在线服务，如公司合并披露（Disclosure Incorporated）和电子数据集中分析和检索（Electronic Data Gathering Analysis and Retrieval）。通过访问互联网上的电子数据集中分析和检索网站也能下载到证券交易委员会的文件资料。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章
Chapter11

语义辨析

“当我使用一个词时，”汉普·邓普（Humpty Dumpty）洋洋自得地说，“它可以准确表达出我要表达的意思，一点儿也不会有偏差。”

爱丽斯答道：“问题在于你用的每一个词总是有多种含义。”

——刘易斯·卡罗尔，《透过镜子》

在金融领域中，术语的使用相当不严谨。诸如投资人、投机者、价值、价格、公司、风险、安全边际、资本、收入、现金流量这些名词都很少有精确的含义。即使在并不注重精确使用概念的价值投资里，准确知道特定名词和概念的真正意思也是很重要的。例如说：“从事不健全贷款活动的日本商业银行普通股的股东1988年和1999年将遭受或可能遭受损失，他们在日本商业银行所占股票权益会减少或全部消失。”这句话决不意味着任何一家日本的银行，就应当必然或即将遭遇经营不好的局面，或未来的前景低迷。确切地说，“银行股东”不等于“银行”。认识到这一点使得政府和监管机构的金融改革任务得以简化，并为来自私人领域的投资人、债权人或是股东，开辟了投资通道。当前多数金融新闻报道说，日本的金融改革将使银行的日子难过，而这真正的含义是：作为一般的银行改革和特定的银行资本结构调整的结果，股东将发现他们的股息会有减少或消失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在了解价值投资时，理解很多华尔街所用的不严谨或根本不符合现实的词汇的含义是有帮助的。将公司同股东混淆并不只是误解概念的唯一例子。这一章将把在金融界中使用的有普通含义的某些词汇和这些在价值投资中也同样使用或含义发生变化的词汇相比较。

11.1 是投机者还是投资者

在华尔街，每一个投机者都被称为投资者。这在语义上是错误的。笔者同意本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资者》一书中所说的："投资操作是指通过认真仔细的分析，有望获得本金安全和一个足够的回报的行为。不符合这种要求的操作都是投机。"进一步说，在证券投资而不是风险套利中，价值投资者相信一条标准：任何试图预测市场、预测短期证券价格或持续地（即总是不断地）揣度市场结果的行为都是投机，而不是投资。在华尔街，这些人被称为投资者。在价值投资中，他们被称为投机者。

11.2 是公司、管理层、普通股还是普通股持有人

在价值投资中，公司、管理层、普通股或普通股持有人是泾渭分明的不同主体。每一个主体都有自己的利益，并且，各个主体的利益冲突和共同利益又彼此交织在一起。在华尔街，这四个主体的区别很少有人意识到。

例如，在敌意接管和代理人竞争中，公司的普通含义是指同反对者、外部人或侵入者对抗的场所。实际上，公司从来也不是对抗外部人的场所，相反，它是管理层（和现任的管理集团，或二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者都包括在内）彼此斗争的场所。

公司经常被视作普通股，例如说通用汽车公司在60美元收盘，不是指通用汽车公司在60美元收盘，而是通用汽车公司的股票在60美元收盘。搞清正确的主体对重组陷入困境的公司至关重要，这一点看看前述关于日本银行危机的描述就可以知道。

公司普通股的持有人也经常被看成公司，特别是当代理申请后进行董事选举时说："公司投票选举一些人当董事"，其实不是这么回事儿，是普通股持有人在选举。声称通过运用代理人机制使股东选举投票决定一切从而避免冲突并不符合实际情况，但在技术上是对的。真正的选举发生在那些控制代理机制的人——如管理层或其他任命的董事会成员之间。实际上，在普通股持有人中有许多不同的利益主体，包括短期交易者、长期买卖投资人、消极投资人和控制性投资人。每个股东主体都有自己唯一的利益，而每个利益主体又有与其他利益主体一致的利益。例如，如果所投资股票的公司能方便融资，则短期交易者和长期买卖投资人都会有好处。相反，短期交易者不期望管理层采取会干扰短期市场表现的行动（如采取减少当季每股报告收入的行动），而长期买卖投资人期待公司做一些增进长期增长前景的事情（甚至把季度报告收入减少到不这么做时的水平以下）。

11.3 是价值还是价格

在华尔街，按照有效市场假说，价值和价格这两个词可以互换使用。其中，在OPMI普通股市场建立起一个统一的价值，也即在众多未偿付的普通股价格完全融合在一起的基础上，形成了股票资本化的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在价值投资中，价格是一回事儿，而价值则是与之相当不同的另一回事儿。一个 OPMI 市场价格可以是一个变现数字，或是为了特定有限的目的而估算的数字，或二者兼而有之。然而，在价值投资中一个普通股价格从不能建立一个统一价值。

OPMI 市场上的普通股价格是为了许多目的而估算的数字：股东可以根据大致的价位处理他们自己的头寸和资产比例。对所有股东而言，它并不是必需的数字。由于限制（大量卖出股票会打击市场价格），或因为向公开市场上的出售限制（无论是契约上的还是法律上的），一些人也许不能变现。因为股东在其他市场上应当能够以高出很多的价格变现，如在并购市场上以控制性溢价卖出，所以，在许多情况下 OPMI 价格不是变现价格。

在价值投资中，价值可以用多重测量指标来衡量，根据环境的不同，差不多每个指标的重要性也不同。OPMI 市场价格可以是测量价值的一个指标。其他指标包括接管（或控制权的改变）的价格、清偿价值、再融资价值、在用价值（in-use values）（即投资人持有销路不好贷款的现金收入），以及从控制、最高层事务、逃税和融资能力中获得好处的股东的价值。

在价值投资中，如果比尔·盖茨拥有 2.7 亿微软普通股，因为昨天微软普通股价格下降了 2 美元，就说比尔·盖茨的净资产下降了 5.4 亿美元是荒谬的。

11.4 谁是债权人

由于有效市场假说以及“格雷厄姆－多德”类分析家从普通股和普通股持有人角度研究财务，因而多数华尔街语言把债务就说成是债务，各类债务彼此间没有区别。这仅仅从“普通股等于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司资本化”这个天真认识的角度看是有道理的。

相反，在价值投资中，从多类不同的客户角度来研究财务。是否是债务要依赖于你所处的位置。次级债券从普通股角度看是不折不扣的债务，而对高级债务而言，明确次级债务就是次级债务才更为合理。

11.5 什么是安全边际

安全边际是信奉“格雷厄姆－多德基础因素分析”的分析者使用的一个概念，其使用安全边际概念是严格的定量（或定价）方法。如果投资人以足够低的价格收入比率购入一种证券，低于一般市场水平，并有时从当期净资产或账面价值上得到折扣，就可以认为他们享受到了安全边际。

对价值投资而言，消极投资人的安全边际就像有“量的方面”一样，也有“质的方面”。为了消极普通股投资有安全边际，发行人必须享受到首先用相对缺少负债来衡量的额外融资能力，无论是否来自资产负债表。管理层必须表现出精明能干和有事业心，经营必须被了解。换句话说，在价值投资中，为了创造安全边际，低价不是充分条件。用是否有融资能力来衡量安全也是一个必要条件。

11.6 什么是风险

按有效市场假说和华尔街一般的说法，风险严格上是指市场风险，表面上仅限于是指在 OPMI 市场上的价格波动。

但在价值投资中，从不使用“风险”这个词，除非有形容词修饰，即存在着各种类型风险，而不仅仅是市场风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 市场风险：在 OPMI 市场上价格的剧烈波动。
- 投资风险：某行业的有持续地使资本遭受损失的趋势。
- 信用风险：某债务工具有资金违约的趋势。
- 利率风险：资金成本上升将导致固定利率债务工具的市场价格下跌的趋势。
- 证券组合失败风险：那些既借入资金又贷出资金的人（即差价借款人）遭受损失的趋势，如他们借短贷长。
- 货币风险。
- 通货膨胀风险。
- 信用丧失风险。

货币风险是指货币相对价格变动而造成损失的风险。例如，美元相对日元升值时，而一个美国投资人持有日元面值的证券，那么，由于日元贬值，投资人将遭受无形中的美元损失。

通货膨胀风险是指由于价格上涨而导致实际收入损失的风险。一个投资人持有利率为 5% 的美国长期国债，在相关的时期消费物价指数以每年 8% 的比率上升。相对消费物价指数，每年仅能收到 5% 利息的投资人遭受了实际收入的损失（不是货币损失）。

信用丧失风险是指股票不再被信任。例如，ABC 公司，由于高层官员被指控有不法行为，就会发现公司再不能通过公开市场发行股票方式进行筹资。

11.7 总是存在权衡吗

在价值投资中，只要涉及与融资有关的事物就存在权衡。融资行动和实践是否有害处或有益处，依赖于许多细枝末节。而从一般普通股市场的角度看，如果不重视尽可能地权衡，就可能趋向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于绝对化。在1998年，OPMI市场上广为接受的观点大致有以下几个。

通货膨胀是不好的。实际上在价值投资中，通货膨胀应是利弊都有。对许多公司而言，如果替换贬值资产的成本高于贬值和分期偿还折扣，通货膨胀是熊市因素。然而，那种高成本可能又阻止了进入该行业的新竞争，通货膨胀又是牛市因素。另外，当意欲扩张的实体发现在市场上买入资产已经比在内部生产这种资产更便宜时，通货膨胀就可能增加以较好的价格进行的并购活动。一个好的例子是20世纪80年代中后期逆向而上的石油和天然气工业，那时，通过在华尔街购买普通股获得石油和天然气储备比打孔建立新的石油和天然气井便宜一些。

高利率是不好的。在价值投资中，无论何时利率上升，全体发行人未来净收入都会增加。有的公司正在发生的贷款资产组合数量在扩大，特别是通过那些成本与利率无关的负债融资的资产组合。这些债务持有人不是差价借款人。保险公司就是这种公司的一个主要例子：它们的资产主要由发生贷款的收入利息构成。它们的负债主要由准备金损失、保险客户准备金、未收入溢价和与利率无关的成本构成。因为这些公司宁愿连续投资新资金于债务工具，并再投资即将到期的债务，因此增高的利率导致比相反情况下更高的未来收入。当利率增加时，以由发生贷款组成的资产组合的市场交易为基础的价值会被抵消。对许多公司和投资人而言，比起报告净资产价值的下降，从经营中获得的净投资收入的好处还是多一些。

持有公开交易的股票比持有私人公司股票有利。实际上，在价值投资中，有各种好处和不利之处。

公开交易有如下好处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 公司本身和控制时间进程的内部人可以有“高卖”（例如，在首次公开发行时以很高的证券价格卖出）或“低买”（私下以很低的价格购买证券）的好处。
- 公开交易施加的制约（例如要求有良好记录）对管理层有帮助。
- 公开交易增加了流动性和各种退出策略的选择。
- 公开交易增加了并购的可能性，无论是作为购买方还是作为执行退出策略方。特别地，一个试图购买的公司获得了用于购买的一种追加货币（一种公开交易普通股）。
- 公开交易许可（特别是有良好记录作为投资银行领头包销证券）对经营有好处。
- 公开或即将公开交易的证券提供了一种方法，通过选择股票，将给总经理和雇员们提供有吸引力的报酬。

公开交易的不利之处在于以下几个方面。

- 公开交易意味着有许多消息闭塞却好诉讼的合伙人——公开股东。
- 有注重短期结果和增加每股收入而不是建设长期内在价值的压力。
- 有应法院要求披露存在问题的潜在义务。
- 大量支出开销，特别是法律、会计咨询和保险方面的支出。
- 有让不懂业务的外部人做董事的压力。
- 阻止内部人通过内部方法，来创造公司（或个人）的财富，而不是创造诸如 EPS 和 EBITDA（在付利息、利润、税收、折旧和分期偿还前的收入）。
- 公开经营公司有放弃长期未实现——因此也未报告资产增值的倾向。
- 公开经营公司有放弃保守的有关经营收入的会计行为，因而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也失去了使所得税最小化的机会。

- 存在这样的可能性，即公开经营的公司将不做缺少吸引力的项目，因为项目仅有长期回报。

11.8 投资人保护是否等于公众利益

价值投资认为，投资人保护并不等于公众利益。公众利益应当取决于国民生产率的提高，至少部分是如此。在 OPMI 市场上价格的决定机制很可能造成了许多国民生产资源配置的无效率。

11.9 接受人所得的利润价值是否等同于公司的成本

价值投资认为，接受人所得的非现金利润就是公司的成本这种说法是最脱离现实的。公司应作为公司来分析，股东则是独立的群体。所接受股票期权价值决不等于公司发行它们的成本。

11.10 进入资本市场是免费或低成本的吗

价值投资认为，在钱伯斯大街南部发生的交易中，对发行人和投资人而言，没有一笔不是花费巨大的。

11.11 信息能及时地反映在市场价格上吗

有些信息，如预期收入的变化，看起来会马上影响到市场价格。而另外一些信息，如库存减少和随之而来的现金的增加，根本不会影响到市场价格。价值投资认为，投资策略不在于获取超级信息，而在于以超级的方法利用获得的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.12 管理层是为股东的最大利益而工作吗

管理层很少为股东的最大利益而工作，实际中有许多表格制约和监管每个公开上市公司的管理层人员证明了这一点。当笔者 20 世纪 70 年代在一家投资银行中进行一笔非公开上市交易时，绝大多数管理人员请求我尽可能地少付给外部股东股息。唐纳德·特朗普在 20 世纪 80 年代末靠付给 B 股每股 80 美元股息而掌管了 Resorts 国际公司。公众持有的 A 股和 B 股有同样的经济权利，但投票权有限。特朗普想方设法使 A 股在非公开上市交易里只获得每股 21 美元。

11.13 不知道信息没有代价吗

有效市场假说的一个基本信条是：投资人知道的信息再多也不会比市场本身显示得多，那还试什么？从历史上看，这种观点一直是欺骗 OPMI 和资源配置失误的理论前导。

11.14 价格机制扭曲导致生产率下降吗

价值投资认为，价格机制扭曲并不必然导致生产率下降。在首次公开上市具备获得高价的能力，是 20 世纪 90 年代特别是当国防行业 80 年代末缩减后风险投资行业的主要推动力。这样的价格机制促进了美国高科技小企业的发展，使得美国有很高的生产率，赢得了世界其他国家的羡慕。

11.15 价值投资中存在完美吗

价值投资认为，不存在完美。每个金融现象既有积极方面也有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消极方面：

- 收入增大意味着平均收入降低；
- 证券利润高意味着可经营资金下降，也经常导致安全边际下降。

11.16 公布破产倒闭文件有坏处吗

对许多濒临困境的公司而言，按破产法第 11 章的公布破产倒闭文件比由法院公布更有意义。虽然按破产法第 11 章中公布文件对普通股相当不利，可对公司以及它的借款人或其他有关方并不见得不好。

11.17 市场监管不好吗

市场监管并不总是不好。20 世纪 90 年代末的亚洲金融危机部分原因就在于监管不力、缺乏监管和错误监管。

11.18 在有效率的市场上每个人都可以赚取额外利润吗

如果没有外部因素制约管理，在有效市场上是可以赚取额外利润的。在这种市场上，每个参与人都按照实际情况尽可能地做到最符合理性。

11.19 价格高估的普通股就一定表现不好吗

仅因为其价格高估，是不足以得出某种普通股表现不好的结论的。在许多精明的管理者手中，价格高估的股票会成为公司有价值的资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.20 所得税税率是衡量税务负担的标准吗

衡量纳税人税务负担的多少由以下3个因素决定：①税率；②纳税人是否可以控制纳税的合适时间；③导致税收上升的事情是否也导致交税现金的增加。

11.21 市场上有蠢人吗

在价值投资中，如果了解每个人行动背后的动机，就会知道，没有人是愚蠢的。例如，如以下因素存在，就没有人会重视价值投资意见，而都会把注意力放在OPMI市场价格上：

- 在基础性分析上，分析人缺乏训练；
- 分析人分析基础建立在短期走势上；
- 用借来的资金进行资产组合，而且总是不停地进行交易；
- 公司和内部人试图进入股票市场卖出普通股。

11.22 GAAP能准确地反映实际情况吗

GAAP披露的信息根据不同的环境可有多层意思。例如，资产价值大可以有如下几层意思：

- 经常性支出或潜在收入增加，或二者都增加；
- 导致纳税增加；
- 对那些持续经营企业有独立不同的评价；
- 许多负债——资产负债表以外的负债与主动性投资资产对应。

11.23 收入和现金流动哪一个优先考虑

价值投资人认为，收入和现金流动都不是关键问题。资产的转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换和以超高价进入资本市场才是首要的。

11.24 多数公司的目的是创造收入吗

多数公司的目的不是创造收入，而应当是用最有效率的方法创造财富，不管是在操作中采取收入交税或收入不交税的方法。

11.24.1 什么是现金流动

根据不同的环境，现金收入可以有许多含义，但通常是指经营过程中产生的现金。分析人经常把现金流动的产生归结于一些特定的目的。喜欢现金流动的第一个原因是因为股东可以分配到现金；第二个原因是现金可以用来方便地操纵证券，尤其是那些公司资本中的、优于普通股的部分股票；第三个原因是现金流动可用于公司扩张活动的基础，这样的扩张可以是财产、厂房、设备、应收账款、库存、研发、投资或并购。经营中产生的现金要用于保持公司竞争力的一些扩张性支出，如同用于扩张公司的活动一样。明确经营中怎样产生现金对特殊场合的细致分析特别有用。现金流量通用的定义是EBITDA，这仅仅是个开始。好的分析人必然会研究EBITDA资金用途，因为，EBITDA用于普通股分配时是一回事儿，用于保持公司竞争力又是另一回事儿，对债务管理而言，实际上根本没有用。

11.24.2 怎样定义收入

收入有各种各样的定义，最普遍的是指GAAP报表中使用的阶段性净收入。价值投资人认为，公司收入是指消耗公司、股东或二者的现金带来财富和利润的活动过程。这正是多数成功公司所做的。很少有现金流动型公司（指同时既产生现金又创造财富的公司）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.24.3 什么是资本

公司资本指的是在公司中的投资资金总数。根据情况，可以用成本、市场记录、评估价值、替代成本或几个指标共同来衡量。

11.25 目前美国的存款机构比以前要健康吗

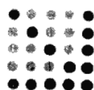
目前，美国的存款机构比以前要健康，这有三点原因。

（1）在商业性贷款和房地产贷款上，银行作为高级贷款者，不再如20世纪80年代末垃圾证券泛滥时那样承担很大的风险。现在看来，许多以前由银行持有垃圾证券带来的风险转移到了非银行金融机构上，如年金计划、共同基金。

（2）伴随着借贷证券化趋势的加强，贷款银行和个人银行一直处于分离。

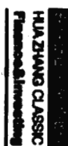
（3）费用收入增长，贷款利差对银行来说不像以前那样重要了。实际上，1997年花旗营业收入的52%，不算其他支出，来源于其他收益账户，仅有48%来源于净利息收益账户（也即贷款利差）。其他收益账户看来是来源于类似共同基金管理费用的现金形式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三部分
Part 3

资 产 转 换



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在投资学中，包括理论金融、格雷厄姆－多德基本因素分析学派和一般资产管理人，对持有普通股的OPMI在OPMI市场上出售股票的退出策略几乎都明显不相同。不过，价值投资认为，在购买普通股时，许多人（即使不是多数）的退出要涉及资产转换活动：并购、控制权的竞争、重组健康或问题公司、内部人和搞杠杆收购的公司从OPMI股东手中购买普通股、管理收购、通过公开市场回购公众手中的公司普通股、私下交易、现金认购、证券竞买交易。另外，资产转换还包括公司通过首次公开发行上市。

由于存在各种各样的资产转换活动，对不同的读者而言，理解它们的过程是相当必要和有益的，特别是对那些有兴趣理解在交易领域之外决定投资命运的重要因素的OPMI更是如此。有许多好书介绍资产转换活动。由布鲁斯·沃瑟斯坦（Bruce Wasserstein）所著的《大交易》（*Big Deal*）中就描述了各种各样的资产转换活动。

这一部分的目的是从价值投资角度来考察其他学科不考察或从不同角度考察的资产转换活动。基础是第12章“一个简化例子”，它是各种资产转换活动的向导图。第13章“批量收购证券”，评论了公开购买（有时是私下购买）证券的方法和参与活动当事人决定事情的主要考虑因素。第14章“重组问题公司”是一个很少有人理解而理论上也没有说清楚的领域。如果你理解了重组问题公司的过程，那么，从总体上把握投资过程和具体了解资产转换这个问题就在认识上前进了一大步。最后，第15章是结束语，讨论了几个发生在美国的在大多数资产转换活动中遇到的相当重要的话题：定价、股东法律诉讼经济学、法律裁定经济学、首次公开发行、私募发行和股票回购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章
Chapter12

一个简化例子

甲：你知道戴维是百万富翁吗？

乙：戴维不能算是百万富翁，我看你真不知道什么样的人才算百万富翁。

甲：噢？什么人才算百万富翁呢？

乙：百万富翁？百万富翁手中至少得有1万美元现钞吧？

甲：你说得也是，戴维没有这么多现钞。

12.1 XYZ公司传奇

可以用一个理论上假设的公司说明资产转换过程。

本章考察在简化的XYZ公司中各种各样的金融工程技术运用。作为一个假设的公司，XYZ有如下特征：XYZ公司是一个普通非扩张型公众性公司，有100万股普通股在外发行。公司没有任何债务。普通股在OPMI市场上卖价大约是9.5美元，普通股市值总计大约950万美元。

过了5年，XYZ公司每年营业收入达到约200万美元，包括6%的剩余现金（即超过5万美元的现金）利息收入。在5年中，在外应收账款和盘存数量一直为200万美元，营业必需的现金假定是5万美元。财产、厂房和设备价值（property, plant, and equipment, PPE）总额一直是600万美元，PPE的资本支出恰好等于折旧费用加上PPE分期偿付额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在进行金融工程之前，XYZ 公司的资产负债表和收益账户如表 12-1 和表 12-2 所示。

表 12-1 简化的资产负债表 （单位：千美元）

变量	价值	变量	价值
现金	1 000	当期负债	600
应收账款 / 存货	2 000		
财产 / 厂房 / 设备	6 000	资产净值	8 400
总计	9 000		9 000

表 12-2 简化的收益账户 （单位：千美元）

变量	价值
利润	7 000
经营收入（包括利息收入）	2 000
40% 的所得税	800
净收入	1 200
1000 股的每股收入	1.20
8 倍于收入的股票市场价值	9 600
股票利润率	+14.3%

随后，发起集团通过一个新成立的子公司 Newco，收购 XYZ 的全部资产和全部负债。购买这些净资产目的是为了现金，即 1 200 万美元，是营业收入的 6 倍，相当于 XYZ 股票在 OPMI 市场价值升水后 960 万美元的 25%。这笔交易费用支出是 5 万美元。

Newco 获得了需要的 1 250 万美元的现金来结束收购交易，而不再向发起集团追索。表 12-3、表 12-4 是 Newco 的公开资产负债表。

表 12-5 是未来 5 年 Newco 精选的近似的资产负债表、收益账户和现金流量表。假定担保借款以每年 500 美元分期偿还。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-3 收购 XYZ 公司的融资 （单位：千美元）

资金来源	价值
XYZ 公司剩余现金	500
10% 的银行借款（5 倍于营业收入，用各种资产担保如应收账款 / 存货 / 财产 / 厂房 / 设备）	10 000
有限参与发起集团的现金投资	2 000
总计	12 500

表 12-4 约算 Newco 经营资产负债表（合并）

（单位：千美元）

变量	价值	变量	价值
现金	500	当期负债	600
应收账款 / 存货	2 000		
财产 / 厂房 / 设备	6 000	担保借款	10 000
无形资产	4 000[1]	净资本	1 900
总计	12 500		12 500

① 由于所得税和公认会计准则，多数无形资产假定是在 14 年中分期偿还的。

表 12-5 Newco 预测性金融报表

（2 000 美元普通股投资）

	开始时	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
资产负债表						
现金	500	500	500	500	500	500
应收账款 / 存货	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
财产 / 厂房 / 设备	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000
无形资产	4 000	3 714	3 428	3 142	2 856	2 570
总资产	12 500	12 214	11 928	1 1642	11 356	11 070
当期负债	600	600	600	600	600	600
担保借款	10 000	9 286	8 529	7 726	6 875	5 973
资本净值	1 900	2 328	2 799	3 316	3 881	4 497
总负债 / 普通股本	12 500	12 214	11 928	11 642	11 356	11 070
收益账户						
营业收入		2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
无形资产分期摊销		286	286	286	286	286
债务利息		1 000	929	853	773	688
所得税 40%		286	314	344	377	411
净收入		428	471	517	565	616

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	开始时	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
资金来源和运用						
资金运用						
退休基金		714	767	803	851	902
资金来源						
无形资产分期摊销		286	286	286	286	286
净收入		428	471	517	565	616
总计		714	757	803	851	902

表 12-6 是参照表 12-5 做成的，但对 Newco 的股票投资是 1 000 美元而不是 2 000 美元。收盘所需的 1 000 美元现金是通过让 Newco 卖出，如 1 000 美元现金，由一个新的控股公司发行 10 年期不是分期偿还，12% 年利的附属公司债券。这些垃圾债券是“封闭金融”（mezzanine finance）的一种形式。

表 12-6 Newco 预测性财务报表

（1 000 美元普通股投资）

	开始时	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
资产负债表						
现金	500	500	500	500	500	500
应收账款 / 存货	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
财产 / 厂房 / 设备	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000
无形资产	4 000	3 714	3 428	3 142	2 856	2 570
总资产	12 500	12 214	11 928	11 642	11 356	11 070
当期负债	600	600	600	600	600	600
担保借款	10 000	9 286	8 529	7 726	6 875	5 973
资本净值	1 900	2 328	2 799	3 316	3 881	4 497
总负债 / 普通股本	12 500	12 214	11 928	11 642	11 356	11 070
收益账户						
营业收入		2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
无形资产分期摊销		286	286	286	286	286
债务利息		1 120	1 056	988	916	837
所得税 40%		238	263	290	319	351
净收人		356	395	436	479	526
资金来源和运用						
资金运用						

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	开始时	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
退休基金		624	681	722	765	812
资金来源						
无形资产摊销		286	286	286	286	286
净收入		714	757	803	851	902
总计		642	681	722	765	812

假设在第5年年末，看表12-5，Newco收入扩大了8倍，并公开上市，用公开筹集的资金（如2 000美元）归还担保借款。由于收入扩大了8倍，在OPMI市场上原股票价值将涨为4 744美元，年利润增加了18.9%。这是苹果和橘子的比较——1996年的2 000美元现金，2001年在受到限制的普通股市场上变成了4 744美元。在2001年普通股市场要是不受限制自由地交易，就不只是苹果和橘子的比较了吧？

再看5年后的表12-6，假设Newco如上所述仍公开上市。收入是原来的8倍，在OPMI市场上原股票价值达到3 976美元，增加年利润31.8%，假定表12-5和表12-6中担保贷款的借款人同意，Newco就可以有1 000美元剩余现金在公开上市之前用于分红。实际上增加18.9%和31.8%的利润都可以达到。

现实中，发起集团作为发起人，将会从XYZ交易中以额外补偿的形式获得许多好处：收购XYZ公司开始的500美元费用的一部分将会作为投资银行费用付给发起集团。发起集团中的实际参与人、一般参与人、有限参与人，则可能一起分享或不一起分享这笔投资费用。

Newco可能付给发起集团每年一笔如100美元的主管费用。

发起集团中，一般参与人和有限参与人的区别在于，一般参与人管理对冲资金，有时，在有限参与人获得每年的最小利润，如7%或8%后，可获得1%~2%的资产管理费，再加上20%的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润。一般参与人不可能向发起集团投入他们自己的资金，全部的资金来自有限参与人。

25% 的价格升水并没有被 OPMI 市场投资人获得（假定原股票容易变现，或 Newco 已经购买 XYZ 公司普通股而不是其净资产），也许只获得 15%，另外的 10% 由 XYZ 公司中管理人员和控制人作为额外红利获得。

XYZ 的管理集团为什么要决定把它卖给发起集团呢？大概管理集团刚不公开地完成一笔类似的买卖，使得它们不仅能从 XYZ 公司在上完资本利润税以后，得到现金好处，而且依旧能完全保持对 XYZ 公司的控制。

XYZ 公司中的主要人物可以有两种选择，发起集团的股票或 Newco 的普通股。发起集团不必持有 100% 的 Newco 普通股。实际上，发起集团更感兴趣的是在 Newco 股票中少数管理层可以获取的利益。

发起集团的一个最大好处是控制了 Newco 就控制了时间表。发起集团可以选定公开上市的时间。料想到 1998 年的公开上市初期（IPO）股票会暴涨，Newco 公开上市为什么不是在达到收入的 12~15 倍，特别是那时，在 OPMI 市场上甚至达到收入的 16~20 倍时而不上市呢？因为，在 IPO 的市场上有许多制度限制。

（1）很多发起集团与主要的承销集团（如美林和摩根士丹利）有关联或是有密切的关系。

（2）债券销售人喜欢也需要承销，因为①他们可以在差价中提取很大一部分比例的报酬；②排他性的产物（Newco，现在重新命名的 XYZ 公司，IPO 普通股），是为了迅速在后市升水时上卖出而设计的，通常对于贴现经纪人是得不到的。

（3）在即将来临的上市中，所得收入的使用非常值得重视。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Newco 的现金收入使用可能有三个方向：经营支出（即投资新资产的支出）；归还主要借款；支付优先股票、二级股票和普通股（如果未偿付的普通股现在在 IPO 市场上出售就称为二级售出）。

假定在缴纳收入税之前，Newco 有巨额损失结转金用于遮盖 XYZ 收入，并且为了所得税、Newco 所有权益和行业的连续性，购买 XYZ 净资产的 12 500 美元现金保持不动。从交易中产生的现金流动当然会增大。这样是 GAAP 宣扬的 FASB 第 109 条。按照 FASB 第 109 条，通过净经营损失税收结转的使用，Newco 本以将产生按当期价值估算的现金的一种资产资本化。

作为控制时效的一个步骤，假如 Newco 选择公开上市而且效果很好，但后市表现不好，导致 OPMI 市场价格是收入的 4 倍。发起集团拿走的是 Newco 收入的 6 倍；股东为进行集体诉讼拿 250 美元雇用律师打官司，股票价格每股上涨 25 美分。没有一个股东愿意上法庭接受裁决。

假如 Newco 行动迟缓，不能向担保的借款人、交易融资人和次级债务履行自己的偿还职责或是上法庭（第 11 章中强制重组），或是在法庭之外（自愿重组），作为管理人和债务的所有人（DIP）的发起集团，可能会在重组过程中有巨大的投入。

假如发起集团打算蓄意夺取 XYZ 的管理权，它可能有一个好处，即不必与 XYZ 管理层或控制层打交道，如果它持有少部分 XYZ 普通股，发起集团就可以类似催化剂般驱动 XYZ 公司。XYZ 公司管理层欲摆脱发起集团控制，最简单方法是使某些人来支付 XYZ 普通股的升水，或以升水的价格买断发起集团持有的股票——绿票讹诈⊖。蓄意夺取管理权有许多坏处，如支出相当庞大，

⊖ greenmail，指买进某企业大量股份，以兼并相威胁，迫使企业以高价购回其股份。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论发起集团是用现金购买 XYZ 股票，还是要求代理管理。在进行蓄意夺取管理权过程中还有许多不确定因素，除了公开的信息，发起集团可能被阻挠进行更为详细的调查研究。

假使 Newco 是以 25 倍的收入公开上市的公司，试图并购 XYZ 公司，用新发行的 Newco 普通股替换全部 1 000 股 XYZ 的普通股。Newco 目前持有 1 000 股 Newco 普通股和净收入 1 000 美元，因而，OPMI 市场价值就应为 25 000 美元，每股 25 美元。它以发行 Newco 公司 15 美元的普通股购买 XYZ，相当于 XYZ 公司普通股在 OPMI 市场上升水 56% 的价格，总共需要发行 600 股 Newco 股票。交易的结果是，Newco 净收入将从每股 1.00 美元上升到每股 1.38 美元，如表 12-7 所示。

表 12-7 Newco 的净收入在合并中怎样增加

（单位：美元）

变 量	价 值
Newco 净收入	1 000
XYZ 净收入	1 200
合并后净收入	2 200
每股收入	1.38

12.2 结论

假设出来的 XYZ 公司的故事说明：没有免费的午餐，这个故事也简单地揭示了从事金融工程的人是怎样利用别人为他们付午餐费的。以下三项都是常使用的招数。

- 参与高级管理层有关的事情：发起人报酬、经理报酬、包销差价、销售人员分红、免费或便宜的股票和优先权。
- 利用其他人的资金：从外部融通资金，无论是股票方式还是债务形式，不管是为公司还是为参与人赢得信用。
- 利用公司和所有参与人的逃税行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章
Chapter13

批量收购证券

怎么，玩了10分钟扑克你还不知道谁是傻瓜？不用问了，你自己就是一个傻瓜！

通过收购股票寻求获得公开上市公司控股权的积极投资者可以遵循不同的行动路线。从股票持有者角度看，所有的股票收购或者是自愿性的或者是强制性的。自愿性是指每个股票持有者都能够自己决定是否采取行动。强制性是指一旦哪类股票持有者的股份达到表决支持行动的必要数目时，所有股票持有者都被迫参与这种表决。对于控股和差不多控股的人们来说，上述方法都有各自的优势和劣势。本章根据以下几个因素来探讨每个方法的优势和劣势：

- 定价问题；
- 证券法问题；
- 所得税问题；
- 会计问题；
- 其他规章制度；
- 信息的有效性问题；
- 融资能力问题；
- 财务义务问题；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 可行性问题；
- 社会问题；
- 速度；
- 利润率。

下面涉及的方法不是互相排斥的。例如，当寻求公司控股时，受到其他规章制度的限制的积极者（如果对普通股收购超过1 500万美元以上，《哈特－斯科特－罗迪诺反托拉斯改进法》（Hart-Scott-Rodino）就会生效）通过在公开市场中使用现金收购目标公司的普通股的方法，有可能还会获得初步的优势，接着，通过开始现金收购，或者通过代表性收购设法选举新的董事会候选人来强化自身的力量。现金收购常常用于扫除合并的最后障碍。

13.1 普通股收购的方法

现金收购普通股（或者其他证券）有4种方法：

- 通过公开市场交易；
- 私下交易；
- 现金收购；
- 利用代理性机构（合并、并股、一致同意）。

前3种方法是自愿性的，第4种方法是强制性的。

通过证券交易有两种方法收购用于投票表决的股票（普通股和优先股）：

- 自愿性方法，指每个股东自己决定是否交易；
- 强制性方法，指倘若股东获得了必要表决数目，除了那些喜欢掌握“评估权力”的人外，每个股东都必须参加所提议的证券交易，即使那些喜欢掌握“评估权力”的人不同意结束股东的身份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13.2 现金收购普通股

13.2.1 公开市场中的现金购买

- **定价问题**：在OPMI价格下进行收购是可能的，不过，与谈判交易所获得的价格相比，这种价格一般不合理而且定价过低。
- **证券法问题**：只有达到5%的所有权限度的时候交易才能被披露，不允许使用内部信息。尽管如此，证券交易委员会在处理与OPMI市场操作相同的事件时还是感到非常棘手的。在提供可信赖的信息披露和监督之前，对于证券交易委员会来说，最重要的原则是保护OPMI市场的完整性。
- **所得税问题**：无需考虑。
- **会计问题**：无需考虑。
- **其他规章制度**：投资超过1 500万美元以上，将启用《哈特－斯科特－罗迪诺反托拉斯改进法》。
- **信息的有效性问题**：这些在公共信息中是被严格限制的。
- **承担财务义务问题**：收购少于或等于计划数额，而保证金规则可能对借款能力有所限制。
- **可行性问题**：为了取得控股权，投资者通过另一种辅助性的方法也可能收购到所需要的普通股票数。（然而，“Tisch”一家公司是可能的，就像Laurence Tisch在OPMI市场上通过收购普通股来收购CBS公司那样。）而且，尽管收购者从来不会获得任何控制公司的因素，但是在OPMI市场上收购便宜的股票作为支撑点使得公司运作起来，可能会获得较好的利润。另外，如果在OPMI市场上的价格上涨，那么，与其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格不上涨相比，通过其他辅助方法获得控股权，其股票未来的价格会趋于更高。

- **社会问题**：无需考虑。
- **速度**：如果目标是获得控股因素，那么，所涉及的时间选择很可能是很长且不确定的。
- **利润率**：利润率通常是极低的。

13.2.2 私下交易中的现金购买

- **定价问题**：从获得控股的角度看，谈判交易中的价格与在 OPMI 市场中的价格相比经常是较为合理的。不过，有时候也存在一些急切或绝望的公司出售者，例如，时代明镜公司以 1997 年 OPMI 市场价格的 25％的折扣销售 Tejon-Ranch 的普通股。
- **证券法问题**：信息披露依赖于私下信息。从隐含的补救方法角度看，10-b（5）总是有一个因素：法庭决定何时私下交易，完全靠 OPMI 市场机制还是二者共同对现金收购发挥作用？而且，收购者所获得的受限制的普通股或者证券是否能在 OPMI 市场上自由交易？
- **所得税问题**：对于出售者来说，用现金购买普通股几乎总是直接可征税的资本交易。
- **会计问题**：购买账户在公司合并中的现金转账上使用非常普遍。无形资产的转让还处于争论之中。
- **信息的有效性问题**：私下解决，买者设法知道卖者所知道的一切。
- **融资能力问题**：出售者融资的可能性，当控股权没有变化时，保证金规则可能是一个因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **承担财务义务问题**：这方面有哪些问题依赖于私下被收购集团的规模。交易费用可能微不足道，也可能高得惊人。
- **可行性问题**：不论控股的性质是善意、中性还是恶意的，密切联系大集团可能更容易获得控股。
- **社会问题**：有时候，作为购买协议的一部分，有关董事会决议和对当前管理部门的保护方面有条款。
- **速度**：购买能够相当快，几天到几周。
- **利润率**：利润率通常是极低的。

13.2.3 现金收购

- **定价问题**：超过 OPMI 市场价格的溢价必须被公开。基本规则如下：在收购开始后不久，投标者必须将收购声明递交给证券交易委员会和发行者，以便它们能够认识投标者及阐明资金的来源、投标者收购的目的、发行者其他证券的所有权，以及如果投标者的活动对目标公司的证券持有者的决定有重大影响的话，那么，对于那些投标者来说还需要提供适当的财务报表。现金收购至少在 20 天内需要公开，即价格上涨之后 10 天以后。只有当收购期限期满时重要人物才能在 OPMI 市场上收购。如果收购小于所有股份，必须按股份比例承兑收购。在承兑收购股份之后的 10 天左右，立即发表声明，购买支付结束。如果现金收购期限延长，那么，必须有一个有关收购股份的近似数目的声明。
- **证券法问题**：这种方法下的证券法问题比公开市场和私人购买的情况更为烦琐，但是与使用代理性机构或者发行新证券相比，它又不太烦琐，因为这两种方法实际上总是需要按修正后的 1933 年的证券法极其烦琐地进行注册。1934 年证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易法的部分，也可以称作 Williams 法，主要在这里起作用。在恶意的收购中，特别在特拉华州，州法庭诉讼可能起支配作用。甚至在善意的收购中，很可能需要与代表联邦和州法庭的原告进行辩论。这些诉讼问题一般来说很容易解决，正如原告主要被诉讼费用所左右那样。

- **所得税问题**：这些与其他现金购买形式相同。
- **会计问题**：与其他现金购买形式相同。如果获得了控股，那么不论是一个完全合并还是被收购者作为其新设财务报表的一部分，善意问题都有可能发生。
- **信息的有效性问题**：在恶意的收购之中，仅仅公共信息可获得；在善意的收购之中，存在一些详尽研究的机会。
- **融资能力问题**：从贷款者安全性看，常规融资很容易获得。然而，由于投标者从来不会获得现金收购的 100% 的承兑，因此，除非投标者声明一份有关股票 100% 的所有权的完全合并计划，否则，融资机构会受到限制。与敌意接管相比，善意收购更容易获得融资机会。
- **承担财务义务问题**：对收购股票来说，几乎总是得承担上百万美元的义务。行政性支出也是很大的，包括律师费、印刷成本、发布信息费、交易者管理费 / 投资银行家费、公司委托费和转移服务费。
- **可行性问题**：可行性的关键就是公开高出于 OPMI 市场价格的溢价。在现金收购期间，股份有可能被吸引到风险套利者手中，在收购期结束时他们进行市场决策（依据目前超过 OPMI 市场价格的溢价而不是依据建立在基本价值基础上的投资决策）。在敌意接管中，关于可行性方面总是伴随不确定性。因为现金收购较快，所以，与代表性收购或者交换证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券相比，具有很大的优势（有时候也有劣势）。

- **社会问题**：如果交易的目标是善意的或者投标者想进行恶意或中性的收购，那么，给予那些招徕在位管理部门或者其他获得控制人的报酬经常是必要的。
- **速度**：现金收购绝对比使用代表方法或者发行证券好，后两者需要在1933年证券法下注册。而且，在使用代理方法时，有一个额外延长期，比方说在注册报表的有效性后，20~60天的延长期，使得股东大会能够召开。
- **利润率**：如果现金收购成功的话，那么控股现值就变得重要了。

尽管本文将现金收购分类划为自愿性（每个股东自己决定是否进行收购，如果出价者的威胁有影响意义的时候，现金收购成为强制性的，不论足够的股票是否被收购，公司放弃在证券交易委员会注册，将不再有这些股票的公开市场）。当普通股没有以组织机构（纽约证券交易所或者每个证券交易所）开展交易以及公司留下少于300个股东的记录时，上述情况就能够发生。

13.2.4 使用代理性机构时的现金合并

- **定价问题**：代理性机构下的现金合并几乎总是超过OPMI市场价格的溢价的报价，但与现金收购的压力根本不同，因为在这里需要的前提就是股东必要数目的表决（例如，一旦法定人数的50%表决赞成，那么表决的50%移到现存股东的2/3之中）。保证普通股的100%履行交易。外部少数消极的投资者对超过市场溢价的销售情况比他们对表决情况更关注。支付价格将在州法庭复审，特别是在特拉华州，因为在这里有一个“全体公平”的必要条件。然而，在决定全体公平时，法庭严重地受到OPMI市场价格的影响。内部者控制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时间选择；当进行现金合并的时候，他们免除碰到萧条的OPMI市场的情况。

- **证券法问题**：与现金收购相比，代表性收购遵守证券交易法的条款更困难。然而，当以证券而不是以现金收购普通股时，证券法下的合法的义务不太烦琐。公开发行证券导致对现存的1933年的证券法的责难。在证券上市之前，SEC要审议通过代表性资料。无论就州还是就联邦来说，不论是现金收购还是证券收购，原告的法律诉讼在合并交易中都是自动实施的。（合并交易中的内部者时而阻止某些初始考虑结果他们保留防御手段解决股东的诉讼？）在强迫性合并下，像在加利福尼亚和威斯康星那样，州的买卖控制法可能是一个问题。部分由于消费时间的延长，与使用现金收购导致的扫除性合并相比，敌意接管中使用现金合并技术更加困难。
- **所得税问题**：这些与其他现金交易相同。然而，在投资者拥有目标公司100%的所有权之后，代表幸存公司来做出随后的税收计划是更加容易的。
- **会计问题**：如果股票100%的所有权被收购以致公司都成了私人的了，那么与不论是现在还是潜在的OPMI市场的股东相比，GAAP报告显得不重要了。
- **信息的有效性问题**：获得控制的人们能够做些到期努力研究。所有OPMI市场披露是至关重要的，包括与利息相权衡下的进入（例如，提供乐观的预测）。
- **融资能力问题**：一般来说，这种方法下的融资比其他任何形式的普通股现金购买更容易。
- **承担财务义务问题**：通常情况下，对投资和交易费用来说，这些都涉及100万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **可行性问题**：如果投资者控制代理性机构，现金合并很可行，但是需要参见上面的证券法问题。
- **社会问题**：与在位者管理和其他收购的控制集团进行交易很可能是必要的。
- **速度**：现金合并比现金收购更慢。
- **利润率**：利润率可能很大，包括控制费用。就敌意接管下所使用的代理性机构而言，所导致的支出很可能更好地理解为投资而不是费用。如果投资者在恶意代表性收购下做得相当不错的话，尽管投资者赔钱，大多数在位者将支付足够数额以便摆脱恶意的收购者。如果敌意接管者获胜，那么，毫无疑问，他将因为支出而重新获得补偿。

13.3 通过证券交换来收购表决股票

13.3.1 自愿性

- **定价问题**：不论从有关发行者而不是目标公司的现金、债务、优先股、普通股方面考虑，还是由此导致的对上述问题的考虑，对超过 OPMI 市场价格的溢价的公开报价是必要的。
- **证券法问题**：在相对烦琐的 1933 年的证券法下注册是必要的（除了第三部分（a）9 免除外，因为当没有销售补偿时，它涉及同一个发行者的不同种类的证券）。自愿性交换在得到证券交易委员会批准之前经常需要很长时间，所以交换是昂贵的，而且它们具有的潜在义务是很大的。尽管有关州诉讼和原告方面的问题同样存在于现金收购和现金合并之中，但是对自愿性交换来说，通常更难以进行辩护。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **所得税问题**：有机会制订税收计划。例如，表决股票与表决股票交换很可能使得在 1933 年的 368（b）条款下延期税收计划重组成为现实，而且表决普通股与净资产交换可能使得 368（c）条款进行重组。
- **会计问题**：普通股交换普通股可以被看作合资入伙而不是收购。
- **信息的有效性问题**：在敌意接管中，由于 1933 年的证券法注册需要大量的信息所以经常使得自愿性交换成为一种困难性工具。然而，当投资者进行善意的自愿性收购时，经常使用自愿性交换形式，因为恶意的投标者能够复制善意的投标者有关描述目标公司的文件。
- **融资能力问题**：证券交换意味着发起者在得到目标公司股东的融资，至少是部分地来进行投标控制（例如，在 1997 年，世通公司对 MCI 公司投标）。
- **承担财务义务问题**：通常来说，不论投资还是交易费用都涉及 100 万美元。
- **可行性问题**：对善意收购来说，自愿性交换是极好的，但是它们比现金收购更困难。
- **社会问题**：这些问题很大，特别是当投资者需要善意的收购以及愿意与在位者进行交易的时候，更是如此。
- **速度**：尽管证券交易委员会加速注册报表的通过速度，但是自愿性交换是极慢的。如果审批需要其他管理者，例如，联邦通讯委员会（FCC）或者联邦贸易委员会（FTC），这个过程就会更长。
- **利润率**：这些利润率会偏离一定的图表，特别是在已知超过所有 OPMI 市场 20% 的溢价时，投资者 A 拿他价值 6 000 万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的“通胀性货币”的两个普通股或者垃圾债券与投资者B实际价值的1亿美元相交换的情况下，更是如此。

13.3.2 强制性

- **定价问题**：除了估价OPMI市场一揽子证券价值而不是估价现金的困难外，这些与现金合并方面非常相同。假设其他条件不变，很可能交换中的超过OPMI市场价格的溢价大于现金交易。在自愿性交换情况下，特别可能是这样的。
- **证券法问题**：除了（这是一个极大的例外）发行者必须遵守1933年的证券法（参见Worldcom S-4不相干条款），其他与现金合并相同。S-4不相干条款不仅是对表决目的，而且也是对有关公开报价的注册证券的说明书的联合代表性表述。
- **所得税问题**：与自愿性交换相比，国内税收机构法下的368条款的使用导致税收延期重组方面有更多的确定性。368条款（a）重组包括合并交易。收购者知道在代表性收购结束时，他们将拥有100%的股票所有权。
- **会计问题**：与完成自愿性交换相比，比方说，通过100%的所有权完成一次合资入伙，就会有更大的确保性安全。
- **信息的有效性问题**：与自愿性交换一样。
- **融资能力问题**：如果从第三者中收购优先偿还债务，此时就会比自愿性交换更容易获得，因为投资者从来不会得到100%的承兑。
- **承担财务义务问题**：不论就投资还是就交易费用来说，强制性交换涉及1 000万美元。
- **可行性问题**：这些与那些现金合并和自愿性交换基本相同。对敌意接管来说，强制性交换使用起来趋于更困难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **社会问题**：这些都可能是极其重要的。
- **速度**：强制性交换与自愿性交换速度一样慢，在确定性资料发布之后或许 20~60 天，还需要额外的时间召开股东大会。
- **利润率**：除了对部分 OMPI 市场价格弹性小以外，这些利润率与自愿性交换的利润率相同，正如上面所述，由于收购者将成为被收购者普通股的 100% 的持有者，所以，获得优先融资倾向于更加容易。上述两个因素应该改进纯粹自愿性交换的报酬。

13.3.3 在没有收购证券情况下通过代理性机构来获得控制

- **定价问题**：这些都不相关的，但是外部者为了获得表决权需要发行或者发行量。这种发行通常必须是未来 OPMI 市场价格改善的预兆。
- **证券法问题**：这些都是令人不愉快的事情。投资者需要证券交易委员会的允许以及必须捍卫可以控制在位管理者的法律诉讼权利。在位管理者对代理性机构和公司财政都有控制力。
- **所得税问题**：对外部者来说，代表性竞争支出总是可扣除的。
- **会计问题**：这些是不相关的。
- **信息的有效性问题**：这些是不相关的。
- **融资能力问题和承担财务义务问题**：不收购证券。恶意性收购的成本通常碰到 7 方面内容：合法手续费、印刷成本（实际收购和斗争文件）、代表性收购费、公关（PR）成本、广告成本以及控告大股东的成本（例如，世通公司的资料）。如果获得控制的尝试进展顺利的话，尽管敌意接管者没有获胜，但是在位者很可能支付成本以寻求摆脱他的控制，成本有可能得到补偿。然而，如果外部收购者在产业中是战略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

博弈者而不是仅从事融资交易，那么这种情况是不同的。不过，从交易费用角度来看，公司将所有在位者支出作为融资形式，不包括外部者支出。

- **可行性问题**：这些收购几乎总是高度不确定性的。
- **社会问题**：除了袭击者在没有与在位者进行交易的必要性下获胜外，这些通常是极其重要的。
- **速度**：交易速度可变。大多数情况下，外部者不能召开特别的股东大会，他们必须在年会上进行他们的活动。这些会议应该涉及所列出公司一年内的活动，但有时，他们能够几乎无限期拖延。
- **利润率**：这种活动有很高的利润率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章
Chapter14

重组问题公司

这家公司只有两种选择：公开上市或破产倒闭。

——首席执行官的顾问

传统思维一直认为，如果借款方违约不能支付本金和利息或保险费用并按美国破产法规定申请破产倒闭，那么，对于借贷双方，金融交易也就宣布结束了。通常，借款方将停止运转，贷款方最好选择或是低价出售贷款，或者被动地等待，以期会有奇迹发生。在证券交易中，持这种观点在多数情况下是不符合实际情况的。这些有问题的公司仍然运转，贷款方通常也不会气馁——它们在重组公司的过程中重整旗鼓，卷土重来，像破产法第11章末尾描述的那样，它们发行新种类的证券获得价值，有时获得现金。

价值投资认为，借款方信用违约，或依据破产法第11章要求宣布破产，其实是新交易的开始，而不是旧交易的结束。价值投资分析的目的是对一笔新交易中利润的判断，而不管相关的信用工具在重组过程中能否重新恢复元气。利润按有关投资人花费一定的百分比或按一次交易的利润来提取。实际上，极少有价值投资人购买问题公司的普通股，几乎所有价值分析家所交易的都是债务工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在问题公司重组之前，购买债务工具是很受管理层购买人欢迎的，因为，作为重组的参与人，他们可以在公司中获得好处。这是个令人感兴趣的话题，尽管超出了本章讨论的范围。

由于信用违约经常发生，是投资交易中不可避免的事情，那么，搞价值投资的人就应对重组过程予以密切关注。即使他们从没与问题公司打过交道，但是如果他们被限制进行担保贷款，或到普通股市场给公司融资也可能遇到这样的事情。对问题公司重组过程的理解，有助于深入理解本书其他章节，如第 5 章公司估价、第 6 章证券的实质性特征、第 13 章批量收购证券、第 15 章其他资产转换问题。

破产法第 11 章中特指的重组概念和在财务和法律上处理问题公司时使用的概念差异很大。学者在以下 4 个领域存在偏差。

有关市场的定义有误。学者似乎确信市场仅仅存在于互不相识的并达成价格协议的卖方和买方之间。他们没有理解，市场可以存在于任何场合中，每一个市场参与人都会竭尽全力，按照自己的理性来达成价格协议和其他条款。因而，在破产法第 11 章中，协议是在有关权益方之间达成的，利益相关的各方在那种情况下，经过面对面的谈判后就构成了市场。实际上，那是一个非常好的市场。市场的参与方可能都是有经验的、博学的专家。正因为如此，他们从最经济的角度出发，可能构建出一个非常有效的市场，这一点是多数没有受过训练、关注短期行情的外部消极投资人无法比拟的。

在试图确定问题公司恢复信用后所具有的内在的社会价值过程中，学者极其倾向于仅按上市证券的当前市场价格来衡量判断。他们很少注意或干脆不注意这样的可能性，即必须通过不断的重组过程来决定公司的生存和发展前途。“可能性”的意思是从长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看证券市场价格（以年为单位而不是以天为单位来观察）的走势。

在考虑重组价值时，学者倾向于用现金价值，而不是当期价值。在很多重组中，优先债权人是在次级债权人权益之前给予清偿的。然而，在处理当期价值时，债权人并不由公司来清偿。更有甚者，一次重要的尝试即是一次可能性尝试，也即许多债权人将不得不接受新证券的形式，并承担起自己的权利义务，这些新证券并没有不正当地消耗公司现金。从可能性角度看，考虑以什么样的形式付给债权人，即使不比考虑付给债权人多少金额重要，至少也同等重要。在绝对优先的规定下，除非次级债权人同意仅按他们债务的一定百分比来付给他们，多数参与重组的债权人有权在次级债权人之前，按当期价值，不是现金价值，得到他们债务的足额清偿。

学者似乎认为破产倒闭的成本是巨大的，阻止管理层按破产法第 11 章寻求债务免除。成本虽然巨大，但它们应由公司来负担，而不是管理层。显而易见的事实是，任何涉及律师、会计和投资银行的资产转换过程花费都是非常巨大的。这些额外支出过程包括问题公司自愿的资产转换过程、并购、首次公开上市、杠杆收购。在这些背景下，按破产法第 11 章中的情况的支出可能并不算特别巨大。这里，不争的事实是，管理层可能被迫去让他们所在的公司按破产法第 11 章寻求债务免除，无论是在哪里，多数并购都不会给管理层带来压力。一些管理人员非常不愿意按破产法第 11 章寻求债务免除，其理由不是支出费用巨大，而是无知、羞愧，可能最重要的原因是存在不确定性和按破产法第 11 章寻求免除债务在一定程度上会丧失对公司的控制权力。

只要美国存在生机勃勃的工业社会，信用工具违约就经常会发生，在这个国家里它总是存在。任何工业社会都必须建立破产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倒闭系统——解决当债务人不能承担债权人由法律规定的应有义务时的一套办法。美国的破产倒闭系统相对比较独特，至少对大公司的处理是如此。美国重点是用重组技术来恢复债权人的债权，而不是强迫债务人用诸如降价贱卖获得的资金并按绝对优先规定进行清算（次级债权人在优先债权人完全清偿之后被偿还）。很明显，信用违约会不断地发生，原因如下：

- 借贷双方对前景过于乐观；
- 公司无法准确预测未来的不幸事情，包括竞争因素、一般经济环境、技术变化、流行趋势以及没有能力在资本市场牛市时进人；
- 经常有债务人有能力还钱却故意不还；
- 许多公司管理混乱，公司管理数字不真实。

有 3 种方法可以用于重组公司。

- **公司可以寻求用新的流动性好的证券取代未清偿的债券**。与这些自愿的交易相联系，公司几乎总争取每一位债权人或股东的同意，删除或修改发行金融工具所根据的契约合同或贷款协议中所存在的限制性条款。交易报价和恳请同意二者总是难以兼顾。主要原因在于有一个外部的法院介入，或如第 7 章所述（破产法律有关部分要求清偿公司要有法院指定的委托人），或如破产法第 11 章所述，公司的债权人不能被强迫放弃收回偿付资金的权利，无论是利息、本金还是升值。交易报价有时失败，因为他们经常荒谬地假定：债权人会接受用当期市场价值（与内在价值或潜在价值相反）表示的工具替代现今已经被压低市场价值的未清偿债券。如果债权人不参与自愿交易报价，除非向债权人显示他们所面临的风险正迅速地减少，否则，什么交易报价都不会成功。当风险下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降时，会举行必要的债券发行投票，通常须获未清偿债务的2/3或1/2票数，债权人就会被迫通过债权交换接受次级位置。再进一步，如果交易失败，支持自愿转换的人会威胁寻求按破产法第11章中的债务免除。除了现金支付权利、债权人要求的数额，基本上所有的契约和银行贷款条文都可以被修改，典型的做法是，公司会承担作为自愿交易一方的债权人的律师、会计和投资银行的全部费用。

- **公司可以首先按照1978年破产倒闭修正案（破产法第11章，标号11的美国部分）要求，填写一份破产倒闭申请书，然后再由律师出面要求用重组的方式重整资本。**多数情况下，这种传统处理破产的方法对公司以及管理层而言有巨大的风险和不确定性。在破产法第11章中倒闭的例子里，只要过程关系到坚持反对介入公司之外的任何交易，每个公司的贷款人和股东都是权益人（有索取权或类似权利）或利益方。没有获得担保的债权人由一个官方委员会代表，其他人（如普通股持有人）也可以由它来代表，尽管从法律上看并不是必须的。无论怎样，债权人和利益方都将会在破产倒闭的监督管理过程中有重要的发言权，而他们的利益会很好地由积极活跃的律师、会计和投资银行来代表。其中的每一个人都乐意发布自己的计划。另外，公司将无休止地支付巨额行政开支，因为，它不得不付给自己律师、会计和投资银行费用，还得付那些所有债权人和利益相关的律师、会计和投资银行的费用，更不用说其他有关各种机构的费用了。
- **根据破产法1126（B），可以使用一个拟订好的计划（也可以叫事前计划、前期计划）。**这里，在按破产法第11章申请免除债务时，须获得同意重组计划的一致意见。如果达成了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一致意见，公司就按破产法第11章申请破产，部分目的也是为了法院能认定重组计划。当一家公司打算重组资本，无论是通过自愿交易还是如破产法第11章中常规的方法，在申请免除债务之前获得一致意见，都会极大地减少不确定性、时间消耗和有关支出。事前计划的一个主要问题是很难得到各级债权人的一致同意。只要不止一个级别的债权人参与重组过程，那么，除非高级别的债权人被完全偿付，否则获得重组批准按支持金额是2/3，按票数是1/2。如果次级债权人不能支持一个在法院看来是适合和可行的重组计划，那么，次级债权人就会被“灌输说服”。在事前计划条文中如果次级债权人在最小程度上要求进行评估，这种“灌输说服”就不会发生了。当笔者过去在搞重组时，为了促成事前计划，常常告诉顾客：“瞧，我们奋斗它两三年，然后就可以进行一次类似现在被建议实行的重组计划了。”这个观点是难以站住脚的。有些时候，存在可能把最初按自愿开始的交易转变成一个事前计划。另外，有可能一个失败的事前计划会加速破产法第11章中常规方法的成功，特别是当高级债权人同意事前计划内容，而次级债权人不同意的时候，在这种情况下，次级债权人可能不会乐意抵制事前计划中的内容，去冒在破产法第11章中被“灌输说服”而接受不利的条件的风险。

不论重组资本的公司是健康运行的，还是财务困难的，资本重组的技术都有自愿性技术和强迫性技术之分。自愿性技术（如交易报价）是指那些证券投资人对于是否接受建议的资本重组，都可以自己独立做出决定的技术。即使为了债务工具条件改变，同意的最低要求已经达到，如果证券持有人没有投票同意自愿重组，也不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有和持有人手中债务工具相对应的现金利息和本金的权利。强迫性技术几乎总是包括投票过程和代理人，当一个健康的公司被牵涉进来时，一般是由管理层绝对控制，但问题公司很少这样做。

14.1 自愿交易

问题公司的自愿重组资本方式是优先于按破产法第 11 章申请破产被考虑的。这些自愿方式经常涉及给当前的证券持有人提供机会以把他们手中证券和债务工具换成新工具，时常是以较低的本金数额（典型的是设置比当期市场价格略高一点的升水），现金服务也几乎不费什么力气。那些设计交易报价的人经常能忍受对债权人默认的现金服务，希望没有债权人间接取消抵押品的赎回权，加速要债，或申请破产法第 11 章或第 7 章的破产。考虑在证券面额上打很大的折扣，打算包买的现金报价略高于那时的当期市场价值。例如，Petro Lewis 公司和 First City Bancshares 公司交易就涉及对债券持有人的现金报价。

交易报价的最大问题在于报价的自愿性。在破产法第 11 章或类似的一个州的法律程序之外，没有债权人会被强迫放弃现金利息和本金偿付的权利。通过自愿交易报价，经历困难、报价不当或总体上资本重组不成功的公司有很多很多。

交易报价的第二个大问题是，需要准备注册会计报表和证券交易委员会要求的按 1933 年证券法案规定相对烦琐的说明材料，这些过程经常是花费昂贵和消耗时间的。

当债务工具公开交易且它们的市场价格按它们本金贴现很大时，减少自愿交易通常很困难。

简单说，存在自愿交易时，债权人知道两件事情：①不能强迫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们放弃偿付的契约权利；②如果他们拒绝偿付他们的证券而开始抵制，对非偿付证券的市场机会就会大大增加。对非交易债权人来说，只要交易报价有关内容不导致巨大的使情况变坏的风险，其他债权人就会接受自愿交易报价，问题公司也会努力促成交易。没有情况变坏风险时，这是正确的。因为，在自愿交易完成后，非交易工具的信用水平会提高，公司的债务准备金实际会降低。结果，当自愿交易到来时，公共债券持有人与公共股票持有人相比是另类。提供高于市场的升水，他们争相交易，如果发行人不能向债权人显示他们不交易的实质性风险，情况就不是这样了。许多问题公司的大额债务持有人是二级债务市场上的购买者，不是一级债务市场上的购买者。问题公司的职业投资人不可能像债券持有人购买债券赚取利息收入那样迅速接受自愿交易报价。

发行人总是努力寻求用非强求的方式，促使债权人自愿同意修改上市债务工具的契约和协议而自愿交易。如果交易报价成功，为了不使交易债权人的担保品受损或份额减少，这些修改或同意的意见经常被集中起来。Public Service 公司的顾问在该公司按破产法第 11 章申请债务免除之前，就用这种方式把意见集中起来。这种尝试失败了，因为精明的投资人购买了足够金额的信用工具，使得修改的合同中没有允许公司侵占或减少抵押品份额的内容。

14.2 用破产法第 11 章中的常规方法寻求债务免除

由于重组资本的本性，按破产法第 11 章中的重组资本比自愿重组资本有明显的好处。在破产法第 11 章中，实行重新组织并使得破产倒闭法院的认证来对债权人形成制约。如果金额的 2/3 和多数经过选出的各级债权人（即被担保的债权人和不被担保的债权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人）同意这个计划，并且利益方（即普通股持有人和优先股持有人）选出代表的2/3也同意，则法院就有权力认可这个重组计划。另外，如果某些级别的债权人和股东同意而其他级别的人反对，而破产倒闭银行决定公正地对待每一方，它会通过说服那些反对意见而最终认可该计划。这么做比较公正合理，因为比起公司清算，反对方在这个计划中可能会得到更多。如果：①反对方得到低于他们全部的债务额，②在重组计划中不只一个次级债权人得到全部金额，则对反对方会有一定的说服力。

虽然作为重组问题公司的一种方法，破产法第11章中的破产方法有诸多好处，但多数困难的发行人和投资银行非常不愿意用它。原因在于感到难堪、庞大的行政支出和丧失管理控制。难堪和行政支出（至少对于自愿交易）实际上看起来并不成问题，丧失管理控制是破产法第11章破产倒闭真正被考虑的因素。

至于难堪，无论重组用或不用破产法第11章的方法，较大的问题公司之间没有什么不同。问题公司不能按时归还它们的债务就已经很难堪了，只要公司困难的金融形势存在，难堪就会一直持续。因为已经难堪了，是否用破产法第11章的方法就无关紧要。存在已经成功进行资本重组的公司—无论采取破产方法还是交易报价方法，其随后的名誉一直受到损失的吗？今天，没人会感觉到克莱斯勒公司、Penn Central、Manville、德士古公司、罗宾斯公司以及很多小的重组公司有什么难堪。

令人啼笑皆非的是，欠债公司的破产过程如果缺少管理，代价时常是高昂的。法院批准后，破产法第11章中的问题公司不仅要支付所有专业人员——律师、投资银行、会计和各类专家的费用和开销（他们代表公司方面），而且要支付各类官方信用委员会、官方股票委员会和法院任命的诸如检查人员的费用和开销。另外，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照破产法第11章对公司重组做出数额巨大的分摊的人，债务人需负责他们的费用和开销。这种巨额的费用一定程度上抵消了破产中理应有的好处，即允许公司在破产前对没有担保和有确定担保的债权放弃现金服务。同样庞大的费用，在法院之外的自愿交易中也存在，经常丧失了原来应有的好处。

很少有人怀疑破产法第11章中没有管理的过程经常威胁到目前管理层和股东继续管理公司。丧失管理的问题，不管怎样，一定要在一定背景下分析。即使没有破产法第11章的债务免除，问题公司也经常需要与交易报价和其他有关重组的活动打交道，需要对债权人和其他人让步放弃很大的管理权。在信用危机之前，多数问题公司为了获得银行贷款人、交易供应商、工会、政府机构等的信任，不得不做出一副恳求者的姿态。当破产法第11章的申请完毕后，信贷机构和交易债权人一般会同意提供事前请求的融资给借款人。不过，一旦一家公司大体上完成破产法第11章的申请，在破产法第11章悬而未决的情况下，经常有额外和实质性的丧失管理：借款公司要公开它的业务和金融的状况；没有必要的破产法院的监督和批准，在普通业务之外，公司不能有任何行动；公司必须和债权人、主要利益方共同商议商业计划和战略；在承诺之下，公司必须进行大量的报告、研究和证明。在破产法第11章中的没有管理的情况下，机会是债权人和利益方会被组织起来和重视，他们对借款公司的任何建议的反对，都会被借款公司用钱打通。

在没有管理的破产中，也存在这样的风险，即受托人和检查人被任命去调查研究公司的事务。如果没有欺诈或大的作弊，受托人风险不大。检查人有职责批评管理层的经营和重组能力。出于实际的目的，任命检查人的可能性不大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在破产法第11章中，使管理层有一定程度的管理权的主要因素是，在开始的120天内，债务人有特别的权力去拟订一个重组计划。在这个特别时期，债务人有机会被允许与债权人和利益方协商制订重组计划。如果重组计划制订好了，债务人可以有60天的时间争取对重组计划的支持。多数破产法院会延长这个特别的时期，因为他们认为申请重组计划的特有能力是管理层管理的主要要素。一旦特别时期结束，债权人可以提出他们自己的计划，那将可能产生一个与管理层的盘算截然不同的重组方案。

如果在破产法第11章的情况下感到毫无进展，那么，就会最终失去管理权。任何债权人和利益方都希望破产法第11章的情况不发生，或让事情转变成破产法第7章的清算。如果破产法第11章的情况不发生，拖欠债务就要被清偿而债权人就有权来实现全部他们的契约措施（即取消抵押品赎回权并加快债务偿付）。如果情况转向破产法第7章，受托人就被任命，公司被清偿。清偿收入要付给债权人和利益方，严格按照绝对优先原则，即经担保的债权人对他们的担保品有第一优先权，普通股持有人次之。对多数公开上市公司，破产法第11章情况多数导致重组计划而不是清算解散和类似的方法。

能控制事件的时间进程是管理控制的主要因素之一。估计在破产法第11章下有多少时间在管理是一件困难的事，而估计有多少时间不存在管理则是根本不可能的。

重组计划也包括公司管理条款，如同经济条款一样。在破产法第11章多数情况下，公司管理条款维护现存的管理层。

破产法第11章常规的做法比起自愿交易有很大的好处。首先，问题公司几乎总是处境困难，因为它们遭受现金短缺的困扰。一旦一个公司正式申请破产法第11章中的债务免除，它会收到占有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性债权人的事前申请，要求从金融机构和交易债权人融资，享受优先权和在申请债务免除之前得到清偿。这样，破产法第 11 章中的公司比起在法院之外寻求重组的公司，就更有可能融到资金。当破产法第 11 章的债务免除适当，拖欠债务自动起作用，没有被偿付的债权人阻止了管理层不断地申请，这是任何一种破产法第 11 章债务免除的前提条件。进一步讲，一旦一个公司出现了破产法第 11 章的情况，就是一个新的开始。公司的多数债权在重组计划当中被消融，没有被消融的其他债权也失去时效。相反，如果没有法院免除债务，公司将会一直被它知道的和不知道的，偶然的和固定的，在财务上反映出的和没有反映出的许多债主纠缠。比起分析健康的发行，隐藏的债务使得对问题公司的分析更加困难。

14.3 事前计划好的破产重组

见多识广的人们极力将重组进程置于管理之下。无论问题公司寻求自愿资本重组，还是寻求破产法第 11 章债务免除，都不是一件容易的事情。

发生在 Public Service 公司的事情是一个缺乏必要管理的破产的典型案例。在申请破产之时，Public Service 公司每年有大约 1.3 亿美元的息税前收益（EBIT），这是稳定的经营收入，而与公司牵缠的陷入困境的 seabrook 原子能设施项目无关。显然，无论 EBIT 是 1 亿、2 亿还是多少数额，该公司是很容易重组的。因为，在持续有收入而没有清偿任何股东的所有权（现存的普通股东将会使他们所有权的百分比从 100% 减少到重组股票的 2%~5%）的条件下，一个公司当然容易重组。然而（也许是可以预测到的）1988 年 1 月 28 日，没有进行一点儿包装，Public Service 就申请破产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债务免除，破产申请被新罕布什尔高级法院鉴定为不利的等级后批准。申请导致破产法第 11 章没有管理的情形出现，原本计划好的雄心勃勃的重组计划就此结束。在鉴定等级后，分析 Public Service 公司的重组价值应当是从 8 亿 ~12 亿美元之间，假定没有任何等级上升。因为 Public Service 公司仅有 7.41 亿美元的抵押贷款债务，显然，所有抵押贷款都会被还上，用现金、新证券或用重组后等于抵押贷款本金加上利息的现金和新证券的价值。3 年过后 Public Service 公司的结果是超过 20 亿美元的重组价值，与申请破产之前最多的 12 亿美元价值形成鲜明对比。因为新罕布什尔公共设施委员会允许 Public Service 公司从高等级增长中获得利益，所以收入增长。要不然，为了没有被担保的债权人会全额偿付，以及 Public Service 公司的普通股东会以影响巨大的方式参与重组，新罕布什尔分等级支付的成本会很高。

如果 Public Service 公司愿意考虑进行预先包装，在 6 个月内会很好地重组，每个级别的证券持有人都会按照破产法要求，以同一的方式加以对待，重组计划对所有利益方都是公正和适合的。另外，因为在零售率上的协议是和新罕布什尔公共设施委员会在几乎没有冲突的气氛中达成的，而不像在破产法第 11 章中申请破产之前那样，重组计划也很容易被制订得比较可行（也符合有关破产法规定）。

在破产法的 1126（B）中，事前破产重组部分是这样写的：

为了达到（C）和（D）两部分的要求（这两部分规定了一个重组计划所需要的票数），在破产倒闭开始之前已经同意或拒绝的重组计划的债权人或股东，被认为已经同意或拒绝了破产倒闭。这种情况即是，如果①这种同意或拒绝的申请与任何与之有关的、要求充分进行披露的适用的非破产倒闭法律、法规和制度相一致……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换句话说，在寻求申请破产法第 11 章的破产倒闭之前，股票公开交易的公司可以运用 1934 年证券交易修订案第 14 部分的代理规定申请债权人和股东进行破产法第 11 章的重组计划。另外，在破产法第 11 章中缺乏管理的情况下，陷入困境的公司需要给所有债权人（有时是股东）留出谈判和诉讼的位置。在事前计划里，申请同意重组计划由官方的委员会、富于进取的律师和投资银行家在债权人和股东面前制订，形成了较强的管理控制。本质上，一次破产倒闭提供的许多基础设施和巨大的成本可以按破产倒闭法运用事前计划加以避免。另外，事前计划部分的好处还在于这个过程免除了公开债券持有人以任何动机进行阻挠，因为这不是一个自愿性再资本化方法。

正如第 13 章“批量收购证券”所指出的那样，对公开经营公司的代理机构的管理实际上总是在管理的能力之内。在事前计划里，陷入问题公司的管理层控制了申请的时间和内容。显然，陷入问题公司的管理层会发现，与破产之前获得重组计划申请的同意相比——例如，获得股东同意选举一批董事会成员更难一些。破产前的同意毕竟比在破产法第 11 章中各种债权人集团组成以后的同意更容易获得，最后，如果破产前申请失败，陷入困境的公司总还是有破产法第 11 章传统式选择。

14.4 信用工具的评估

在第 5 章“公司估价”中，包括了对价值来源的讨论：流量，无论是现金还是收入，也无论是这方面的还是那方面的；资产转换，包括了重新调整资产用于他用或其他股票，或二者兼而有之。在破产法第 7 章和第 11 章中，这类资产调整被称为清算。第 7 章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中需要清算，但在破产法第 11 章中，除非债权人在重组中获得的价值至少等于他们在清算中所得，否则就不会得到重组计划的同意。这样，公司重组计划所披露的报表就经常包括未来流量的预测，通常是 5 年的预测，如同清算分析一样。这些对投资人都是有价值的工具，尽管在破产法第 11 章重组中公司进行的对未来流量的预测倾向于乐观。

由于“拥有型债权人”（即管理层）具有建议重组计划的独特的权利，经建议的重组计划就倾向于以债权人的代价获取公司的最大利益。当管理层选择是否恢复使用一种信用工具或一种工具参与重组时，这一点就非常重要。恢复并承担违约的工具，偿还利息，加上损害合同条款上的债权人信任所导致的一切损失的补偿（也许是利息的利息），重新偿付恢复的证券。参与重组意味着债权人收到一批新的证券。重组计划的参与者可以投票批准或不批准这个计划。

一种债务工具是否被恢复使用或参与重组是对陷入困境的公司进行分析很重要的一部分。在恢复使用中，投资人用提高的信用评级的利润来衡量利润率。在重组中，利润率是用美元成本与按当期价值所支付的债务数量相比来衡量的。

管理层在决定是否恢复使用一种债务工具或参与重组时将有最强的发言权。假定利率大体上是 6% 左右，如果一个投资人持有 4% 利率的 15 年到期的本票，投资人肯定会对这种工具参与重组有相当的信心。

14.5 破产法第 11 章的背景

在 1995 年年末，作为一家基金的经理，笔者动用权力在平均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大约为 74 的价格上购买了大量凯马特公司的高级债务头寸。关于此次购买，我给基金股东写了一封信，解释了购买的理由。此信是对问题公司进行重组动因的很好解释和说明。

14.6 购买凯马特公司债务的深层原因

在过去的 20~25 年间，美国经济的特点是其中的各行各业都经历了困难时期。事实上，在许多行业中，情况变得非常糟糕，如同 20 世纪 30 年代大萧条时期的一些糟糕的特殊行业那样，甚至有过之而无不及。看看近 20 年以来所接触的其他行业的萎靡不振吧，如能源业、房地产业、储蓄和贷款协会、商业银行、汽车业、钢材业、铝业、机械工具业、农业和民航业。

1986~1996 年的行业萧条与 20 世纪 30 年代大萧条的一个不同的特点是，在当代，萧条是自我封闭型的，仅限制在特殊行业内部而没有连锁效应。例如，尽管用一些指标测量，能源业及其相关活动占国民生产总值大约为 10% 左右，1982 年能源需求和能源价格的严重下降并没有导致国内生产总值的大幅下滑。

目前零售业正经受着空前的大萧条。国内产品过剩，普通消费者已经累积起很高的债务，大批的零售店由于所欠金融机构、供货商和房主的债务而出现财务不稳定。最近，大批零售公司使用破产法第 7 章和第 11 章中申请破产倒闭的方法来从债权人那里寻求解除债务，包括巴尼斯、Jamesway、Merry Go Round、Bradlees、卡尔多、Ames 等公司，1996 年似乎有更多的公司这样做。另外，从长期看，未来消费者的购物方式很可能发生巨大的变化，可以在网上进行购物，部分在网上购物或亲自去购物。

TAVF 和先前的一个基金也由笔者管理，在一些公司经济困难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的非常时期，购买它们的股票，事实上它们已经经营得很好。确实，这些购买都是在当时看来前景非常黯淡之时进行的，例如，在 1986 年和 1987 年购买房地产的普通股，在 1991 年和 1992 年购买存款机构的普通股，在 1994 年购买保险公司的普通股，甚至在 1994 年年末和 1995 年年初购买衍生工具—转换浮动利率票据。

购买那些经营状况极差行业的公司证券或诸如凯马特公司这类有自己独特问题的公司的股票有双重策略目的：抵制那些普通股发行人拥有这些证券的企图，他们具有额外的财务力量并坚持持有那些在重组过程中相当优先的债务工具，无论是破产法第 11 章或法院之外解决，这些工具比起以基金购买它们可能更有利可图。出于实际考虑的目的，凯马特公司证券是当前凯马特公司最高级的发行工具。

凯马特公司是一个巨型的价格优惠的零售组织，在全美国 50 个州、波多黎各和加拿大大约经营着 2 500 家分店。另外，公司也有兴趣在墨西哥、捷克共和国、斯洛伐克以及新加坡进行零售经营。它的零售设施大多数是 10 万个独立的大房子或更大面积的房子，其中 70% 以上的房子用了 6 年左右，或从 1990 年以来已经得到集中的重新整修。凯马特公司在前任管理层管理下经营状况十分糟糕，新管理层在 1995 年上任。

每年凯马特公司收入超过 300 亿美元。长期债务（实际上都没有得到担保）大约为 20 亿美元。在圣诞节后库存较低的期间，没有担保的支付交易账和票据可能大约为 30 亿美元。固定股东持有的股票超过 50 亿美元。今后 25 年中，要支付最低租金可能总数为 140 亿美元。

TAVF 持有 9 种不同的凯马特公司证券，其中之一是交易应付款基金，另外的八种是债券，每一种都受同样的信托合同制约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯马特公司证券本金的 57% 由 TAVF 购买，在 15 个月之内到期，20% 在 2~10 年到期，23% 在 26~27 年到期。基金购买凯马特公司证券的平均价格是债务本金金额的 74%。凯马特公司证券表面到期利润率大约为 18%。这个利润率用标准普尔债券利润指数来衡量，信用评级达到 BB 级（即凯马特公司证券的信用级别），利润率为 9%。除了零息债券，到期利润率是人为计算，因为假定用支付的利息进行再投资。然而，到期利润率对于不同信用工具间利润率是一个必要的工具。在基金购买凯马特公司证券时，其利润率是当时其他指数的 2 倍。

如果凯马特公司打算寻求破产法第 11 章的债务免除，并且，极有可能使凯马特公司证券参与重组而不是恢复它，在测量回报时重要数字主要集中在美元价格—也即债务本金金额的 74% 上。另外，如果凯马特公司证券打算履行贷款，重要数字就集中在到期利润率，即 18% 上。

在 TAVF 购买的时候，大概是 1995 年 12 月，我真的判断不出凯马特公司是否要向债权人寻求破产法第 11 章的债务免除。凯马特公司是否这么做依赖于凯马特公司是否能进入资本市场而不是特别与它经营什么行业有关。现在看来破产法第 11 章中的情况相对不大可能了。相反，凯马特公司似乎在推销新发行的 5 亿 ~ 8 亿次级转换债券的前景良好，将导致由基金持有的新发行工具从实际信誉增强中获得好处。

在基金购买凯马特公司证券时，我判断准确的一件事情是如果凯马特公司申请破产法第 11 章中的免除债务，重组中债权人将得到至少相当于本金或者更有可能相当于本金加上增加的利息的新证券。假设从 1996 年 1 月开始，破产法第 11 章的情况是一年半，在本金将支付凯马特公司证券到期时，基金年回报将为 22% 左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设是一年时间，本金加上利息，TAVF 的回报将是 43%。在法律上，没有担保的债权人无权事后索取利息，如果在重组计划里，任何价值被给予了存在的凯马特公司普通股，我很难搞清楚凯马特公司证券不会被像索取本金一样事后索取利息。

在重组中，支付给凯马特公司的价值将是凯马特公司重组后新发行的证券，包括新的未担保的债权，也可能是凯马特公司新普通股。实际上，如果，凯马特公司证券按重组价值得到一个大约是债权人债权本金的价值，旧的凯马特公司债权人可能完全结束控制性股东对凯马特公司重组后的控制。

将进行的凯马特公司重组将是比较简单的。实际上，只有一组债权人持类似的立场，即没有受到担保的债权人和租赁者。在破产法第 11 章中租赁者被拒绝时，房主多半会成为没有担保的挂名的债权人，最高可达 3 年得不到租金。目前凯马特公司没有实际得到担保的债务和次级债务在外。

在破产法第 11 章里零售行业重组一般相对简单一些（与其他行业相比），而凯马特公司重组在我印象里是最简单的一个。本质上，凯马特公司包含 2 500 个分支机构（每一个店铺），一些经营好，一些经营不好。重组过程将给凯马特公司提供一种方法，即通过免除最高达到 3 年没有支付租金的房租来以最小成本关闭经营不好的店铺。另外，退出并出售经营不好的店铺可以产生大量的现金，重组过程中凯马特公司可以很好地改善财务状况，用于其他更有利润的 1 800~2 000 个店铺经营。

如果凯马特公司转租各种独立的大房子对它而言也有很高的价值—在这种情况下，将来这些商店也许会被家得宝、玩具反斗城甚至是沃尔玛经营，大的房子是一类需求持续不错的房地产。

如果凯马特公司保证偿还贷款，我认为基金回报的前景将会好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于 18% 的到期利润率。在那种情况下，TAVF 可能会期待在一个信用等级提高后的利润率，提高的信用等级可能导致所持有的长期凯马特公司证券巨大的资本升值。

如果凯马特公司寻求破产法第 11 章中的免除债务，TAVF 将面临相当多的风险，或不可预测性。我把它们归纳为以下几点。

（1）存在巨大的市场风险。有许多机构投资人已经告诉我他们认为我在凯马特公司证券的实验价值上可能是正确的，但他们认为如果凯马特公司申请他们将购买许多更便宜的证券。换句话说，基金付给凯马特公司证券的 74% 会变成 40% 或 45%。

（2）当凯马特公司公司陷入越来越深的债务时，信用等级也随之逐渐降低而保留不了几年，同时多数新债务被担保并实际上成为凯马特公司证券高级债务。其实并不存在保护凯马特公司证券的条款。

（3）在重组计划里，计划的一部分试图恢复使用凯马特公司证券长期低息息票而不是让这些信用工具参与重组。如果能恢复，这些息票将保持原封不动，支持利息即可能相当于利息的利息将被支付。这些恢复的息票升值的可能性实际上比凯马特公司证券参与重组要小。因为，为了重组的目的，所有凯马特公司证券都得采取类似的立场，看来不大可能其中的一部分人选择参与重组，而另一部分人选择恢复息票。

（4）凯马特公司证券的 5 200.8 万美元中的 2 500 万美元是交易支付账户上的利息。在重组中，交易债权人可能与 TAVF 有不同的盘算，对他们而言保持和凯马特公司继续进行交易也许比迫使它还清全部的债务更为重要。

（5）没有方法知道破产法第 11 章中的情况会持续多久。在一个凯马特公司证券股东没有收到申请后的利息或被偿还了少于总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数的债务时，时间将是令人难耐的。

（6）我所估计的将支付用于持有凯马特公司证券的全部价值是重组价值，而不是市场价值。当重组发行的证券是新的债券时，重组价值和市场价值的区别可能并不大，然而，在普通股的价格上可以是巨大的。例如，在重组计划里，凯马特公司普通股一次新的发行的重组价值，按投资银行的意见，认为是每股10美元。这并不能阻碍首次上市的普通股的市场价格把交易价值表现为3美元、5美元或6美元。

当说完和做完所有的事情时，从投资角度而不是从市场角度来衡量风险并承担起凯马特公司证券，我认为对于基金来说并没有多大风险。一个重要的安全因素是对训练有素的分析师而言，可能会非常容易处理债务，因为比起预测经济和财务的未来而言，有这么多的变量可以帮助准确理解合同权利。而当TAVF可能在一个诱人的基础上为基金购买了它的凯马特公司证券时，对凯马特公司证券的出售人而言也有好处，他们可能与TAVF有不同的日程表。这些其他投资人的不同的日程表围绕着以下几个方面：

（1）不愿冒市场风险的投资人。

（2）需要出售不再评定投资级别的证券的投资人。

（3）不能持有现金服务可能中断的债务工具的投资人。

（4）那些由于零售交易欠款而导致破产和行将破产、需要资产保险或资产分散化的投资人。

一个要考虑的额外安全因素是凯马特公司证券绝对不可能彻底勾销债务。假定我对凯马特公司内在的经济价值的估计偏离了基数并且我完全看错了在凯马特公司的重组中发生的一切，即便这样，凯马特公司证券也会有巨大的价值，即使大致少于本金的74%。另外，凯马特公司普通股会很失败。我认为在金融界中有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个倾向，认为如果凯马特公司普通股风险很高，凯马特公司证券也存在高风险，这根本不符合现实情况。

最后，在凯马特公司证券的投资当然应当是市场中性的。基金如何经营凯马特公司证券应当是凯马特公司如何经营的函数，而不是道琼斯工业指数或其他指数的函数。也许应当把凯马特公司证券投资看成对一般市场风险的对冲交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 15 章
Chapter15

其他资产转换问题

玛蒂，你的问题在于高估了实际情况。

——不满的雇员

15.1 定价

一旦分析家摆脱了“统一合并报表－结构附属报表”的方法的制约，他们会使用一种均衡的方法来确定一种或几种公正的价格。在“统一合并报表－结构附属报表”的方法中，一个公正的价格有两种要素：首先，这个价格（也是唯一的价格）必须对 OPMI 公正（要高于 OPMI 市场价格）；其次，这个价格不能导致买方迫使 OPMI 成为卖方，买方要承担卖方的受托人或准受托人的义务，在打算管理收购时就出现这种情况。

考察公正性的一个更富于建设性的方法是在投资过程中考虑不同交易人的不同计划。公正性牵扯到自愿性买方和自愿性卖方，他们都了解相关事宜，并不是在压力下行事。对于一个 OPMI 的自愿性卖方而言，公正性就是价格高于市场价格，也代表从买方得到资产总价值的一种贴现。因为 OPMI 卖方和控制性买方有不同的计划，进行价值评估时也使用不同的因素，或当他们考虑同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的几种因素时，每种因素的重要性却不同。公正性可以也应当涵盖很宽的价格区域。

最有意义的是，在OPMI看来，要求代表OPMI利益的控制性买方支付大概等于对这些买方来说证券的最大金额是不公正和不会有结果的。简单的事实是：如果买方不能感觉到他从交易中多少获点利，那么他们根本就不会购买。另一方面，OPMI拥有证券资产，他们最终想做的事情是从市场上赶走为了控制公司而支付高过OPMI市场价格的那些集团和个人。

交易是复杂的，除了价格，一个协议还包括许多条款，如代理人和担保、赔偿条款、第三方代管合同安排、营销计划、利润计划和终止费用。所有这些合同上的条款都由分析家来定量化（即为了分析家可以估计，它们被简化成为一个当期的价值，从一个或多个角度看是一种“真实”的价格）。这个真实的价格实际上并不同于OPMI市场价格。

在多数资产转换交易中，合伙人收到报酬的方式变得同报酬数量一样重要，甚至更为重要。每一种报酬方式，无论是现金还是证券，在内在价值、可行性、所得税、会计以及证券法律法规等方面，都有它的长处和短处。

现金，至少用美元现金，有度量明确的长处，而且，通常不存在或仅存在有限的资金再投资限制（例如，一个反竞争性条款可以限制现金接受者再在同一行业中投资）。

然而，现金收入几乎总是涉及税收，这是一个对许多获得利润者的一个不利之处。而且，如果全部报酬都是现金，那获得利润者对这个行业就没有兴趣。一家收购公司的现金支出减少了合并后的公司所能得到的财务上所用现金量。以发给普通股的非红利方式使合并的公司财务资金保持不变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在交易中收到普通股对获得利润者有不同的影响。如果在转卖上有限制，普通股就不能以接近 OPMI 市场价格卖出变现。

如果合并交易使用“合并经营账户”（pooling-of-interests accounting），为了保持合并经营账户，内部人员在两年内被限制出售股票。在将要进行的普通上市股票的一笔笔交易中，经常是那些对数字是多少而不是数字意味着什么感兴趣的人们更加喜欢“合并经营账户”。为了达到公认会计准则的要求，并保持 40 余年之久的企业信誉，而不是为了税收目的，应当使用购买账户而不使用合并账户，支付净资产价值（NAV）的溢价，这影响了报告的利润，但不影响现金流量。在合并账户中，公司被假定成铁板一块，合并的各方财务紧密结合在一起。因为合并，为了满足公认会计准则的行为并没产生好的信誉。根据纳税能力，证券转换可以使推迟纳税交易增加，一般称为免税交易。

市场价格不是持有大量股票的人在交易中考虑实际报酬时的唯一因素。股票所占的份额百分比也是重要的。对合并公司的控制程度可能是控制性股东最重要的考虑因素，其重要性时常超过所得到的 OPMI 市场价值。

报酬方式的重要性也随各式各样的合伙人而不同。某些合伙人关注总利润，另外一些合伙人关心现金利润，而其他老资格的人关注安全，许多人关注上面因素中的一些或全部。这样，各种交易都有空间，例如，关注总利润的人会需要免税进行普通股交易，而关注现金者则寻求分红、投票、以超过普通股转换交易的 25%~40% 的溢价把优先股转换成普通股。

为完成一笔业务所支付的高出 OPMI 市场价格的溢价数额是许多因素的函数。其中最重要的可能是交易中对卖方的控制安排。不过，这里有几条有用的财务规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 交易越快，溢价越低。在发行新证券时，现金认购要比证券交换认购的溢价低。
- 现金比证券需要较少的溢价，特别是当证券很难估价时，例如，那种转手受到限制又没有红利支付的普通股。
- 投票表决情况下可能比自愿情况下需要的溢价低，投票情况下，每个证券持有者做出卖出或是持有证券的决定。那些控制代理机构的人经常有很大的信心获得他们需要的票数。另一方面，在现金认购时，股东会做市场决定。如果现金认购价格没有呈现现金认购截止时对当时OPMI市场价格的溢价，就没有股票会卖给现金认购者。

偶尔也可能发生“Tisch”一家公司的情况，即没有付出高于OPMI市场价格的溢价，通过公开市场购买控制了一家公司。1987年Laurence Tisch集团购买CBS控股权就采取了这种方式。通过OPMI市场购买股票获得控股相对来说比较少见，毕竟，由于“拒鲨”几乎到处都有，保护了现存的管理层。

在定价时，许多分析家使用OPMI的角度，强调一种“统一合并报表－结构附属报表”的方法。在这种方法中，经常有3个因素用于决定公正的价格：

- 贴现现金流量（DCF）;
- 比较：OPMI价格、其他资产转换交易；
- 用未来贴现现金流量预测而得出的结论。

这种传统的方法似乎比通过一种较均衡的分析方法来估价更缺乏建设性，在均衡的分析方法中，资产的数量和质量被加以考虑，参与资产转换活动的各式各样合伙人的各种计划、利益冲突和共同利益一样也都得到考虑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15.1.1 市场性决定相对于投资性决定

从价值投资角度看，OPMI 考虑定价的建设性方法是要意识到在一定环境下，买入、卖出或持有证券很大程度上是由市场决定的，也就是说，判断将建立在与现存的 OPMI 市场价格相比较的已经事先预测的价值基础之上。在其他情况下，买入、持有或卖出证券的决定主要或唯一的是由投资性决定的，即判断将建立在 OPMI 市场上一系列比较价格和分析家认为证券所含有的内在价值（即私人企业或一个继任接替者的普通股值多少）相对比的基础上。

经常地，市场性决定和投资性决定会交织在一起。例如，做一个合并套利决定时，如果合并交易是按照公布的条件或预期能改善的条件完成的，则分析家就考虑“向上”最大的可能性，这就是一个市场决定。而如果合并交易没有完成，他长期持有公司普通股没有现成的退路，则分析家就考虑“向下”最小的可能性，估算最小可能性应当就包含了很大程度的投资性决定。

对于多数价值投资人，不管怎样，多数情况下投资性决定要比市场性决定重要。实际上，在价值投资中，市场性决定压过投资性决定的唯一时刻是有风险套利存在（即当一些资产转换活动已经被宣布，或当它能合理地被推断并确定无疑在不远的将来发生）。这些活动包括现金收购、证券交换、合并、清算和相关的一系列活动。

在价值投资领域之外，OPMI 参与人几乎在所有环境中关注市场性决定，而不仅仅是在风险套利环境中才这么做。本书头几章中（第一部分）阐述了现代资本理论、格雷厄姆－多德基础因素分析、基本分析理论、一般资产管理人和研究机构所采用的方法。甚至笔者也深信，不考虑风险套利实际不可能做出合理的市场决定，在多数情况下，偏离价值投资而集于市场性决定的做法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是可以理解和明智的。当以下情况存在时，一个市场参与人要按照对市场的判断，而不是按照企业和其发行证券的内在价值来采取行动。

- 分析家对所分析的公司及其证券了解不多，分析家就应关心利润和现金流量，而不是采用均衡分析方法的情形。
- 一个投资组合是靠借入资金融资，当 OPMI 市场价格下降，贷款就可能被收回。
- 客户会卖出证券收回现金，或干脆离开在短期市场表现糟糕的资产管理人。
- 分析家的工作、报酬或二者都依赖于短期市场表现。

以上 4 种情况不应当作为价值投资的判断基础。

虽然价值投资应当关注长期表现，但在许多时期内，短期表现也应当是要给予关注的。在不存在风险套利时，价值投资丝毫不需要去关注短期交易和短期表现，过分试图在短期有良好的表现意味着从行动上根本上背离了价值投资。

- 短期交易人试图买入受欢迎的或确信可能受欢迎的股票，这经常意味着利润前景看好。相反，价值投资交易却经常发生在短期前景糟糕，发行公司并不受欢迎的时候。短期交易人倾向于用现在的价格估算未来的走势。
- 短期交易人对短期宏观因素进行判断，如利率水平、股票平均走势（如道琼斯工业指数）、国内生产总值和国内就业数字，这是因为一般市场环境会对多数非投机性证券的表现有很大的影响。在价值投资里，这些宏观因素则被忽略不计，被认为实际上是根本不可预测的。
- 许多交易人（即使不是大多数）关心他们认为在短期可能影响到证券的供给和需求的技术图表因素。价值投资根本不做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术图表方面的考虑。就价值投资人来看，技术图表分析不见得合理。所谓的市场战略家和市场记录员在价值投资领域内没有存在的必要。

15.1.2 管理层防御壕堑和“拒鲨”条款的存在价值

几乎普遍地，“拒鲨”条款被要求写入公司章程中，用法律来保护 OPMI 股东，使他们在缺少这种防御时免受那些想以低价获得公司控股权的人的侵犯。这些防御包括“毒丸计划”、空头购买优先股票、贷款协议中改变控股权时应付款条款、董事会成员选举期交错进行、限制外部人员召集股东大会、改变控股权须获得绝对多数票条款、保证价格公正的条款。

其他不受欢迎的购买者面对面地与现任管理层和其董事会谈判有很大的好处。例如，为获得公司控股权，无论是以 OPMI 市场价格，还是略有些溢价，所有的购买者不得不直接从 OPMI 手中获得足够的普通股，这样对 OPMI 股东的定价会更好一些，不过这有点离题了。

事实上，当购买者不得不与管理层谈判时，管理层可能为他们自己的利益而拿走对方为了获得控股权所支付溢价中的一部分，而不是把它们都付给股东。如果其他不受欢迎的购买者能够直接从持股人那里获得控股权，他就没有必要同管理层做特别的交易。如果这个购买者同管理层谈判，排除了管理层自己的报酬，管理层不可能单独地为了股东的最大利益而工作。这正是金融世界中既有利益一致又有利益冲突的特点。

现任管理层不欢迎的购买者还应当注意“拒鲨”条款。当可能的购买者看到这样的防御条款，他们会揣测，获得控股权不仅使成本比没有防御时更大，而且，也许更重要的是，控制会变得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不确定，也许根本行不通。许多想购买的人认为这样接手公司是不值得的。在有效率的世界里，“拒鲨”条款的存在意味着那种使OPMI比没有防御时获得超过市场的溢价的公司的易主活动不太可能发生。

直觉上看，OPMI这些人可能被防范损害而不是从中获益。对于和均衡的分析方法相比不甚公正的OPMI市场价格，可以毫无疑问地说：OPMI价格并不反映经营和管理公司的能力。简单地说，OPMI价格并不是区别有水平的应当留任的管理层和糟糕的应当离任的管理层的一个好指标。如果管理层普遍通过关注每天的股票行情和每股利润的季度报告来经营公司，从国家利益或国民生产率的角度看，防御理由是充分的，尽管对OPMI不利。虽然从国民利益角度看“拒鲨”条款是有道理的，许多防御措施如“毒丸计划”和宾夕法尼亚州公司法，构成了强大的防御力量。宾夕法尼亚反接管法的制定就是为了本州的公司有效地保护现任的管理层。

在注册公司的普通股可以公开交易的主要州——特拉华州有一个“露华浓规则”（Revlon Rules）。简单地说，规定要求如果一个公司的控股权发生改变，无论敌意还是善意，董事会的角色也要发生变化。董事会变成一个拍卖商，它的职责是索要股东能得到的最好的价格和其他条件。从一个OPMI角度看，在“露华浓规则”下的公司出售就如同有“拒鲨”条款一样。“露华浓规则”的存在可能产生比没有它的情况下更好的定价，同样也意味着超过OPMI市场价格溢价的交易比没有它的情况下更少一些。

15.1.3 速度

在所有资产转换交易中，速度或时效对OPMI很重要。到什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间结束？计划确定吗？需要的时间越多，就有越多的使交易变糟糕的扯皮。

然而，速度的重要性按照交易的特点可能变化很大。如果交易的价格和条件是固定的，尽快结束是非常关键的；另外，如果支付的报酬持续地增加，时效就不重要了。这方面最好的例子可以在破产法第 11 章中找到。

经常有担保的债权人知道他们无论是通过自动恢复还是参与一个重组计划，都可以优先收到债权的利息，因此就不会太关心时效，一次耽搁了的重组计划的完成可能只会略微减少总利润。另外，没有担保的债权人没有任何法律权利优先索要利息，他们会发现没有重组计划的完成，利润率会直线下滑。

15.2 股东法律诉讼经济学

在金融领域里，几乎每个人都对股东法律诉讼感兴趣，但是多数人没有这方面的亲身经历。在价值投资领域中，理解一些股东法律诉讼的经济学应有所裨益。

股东诉讼，无论集体起诉还是单个起诉，其实都不是股东发起的，特别不是由有名有姓的原告，如所知道的内部人员团体发起。相反，诉讼是由原告的律师发起和控制，他们负责发起诉讼、筹集资金和控制事态进展。集体起诉是为了股东利益的行动，单个起诉是为了公司利益的行动。

原告的律师趋向于赚取超额利润：他们的报酬巨大，而风险微乎其微。有两种因素使然。首先，如诉讼是集体诉讼，律师可以代表一个巨大的集体。理论上讲，一个原告如持有 10 股通用汽车公司普通股，就可以为通用汽车公司全体股东发起集体诉讼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1998年3月，通用汽车公司在外普通股有67亿），或小股东可以尝试为公司本身而单个发起诉讼。其次，原告律师失败的风险实际上是零。如果律师诉讼失败，它不会负担被告的支出，仅在极其罕见的例子中法院才强制处罚原告律师（即罚钱）。律师的成本支出仅限于筹集资金，包括办公开销可能最多也不会超过几十万美元。这些年表现较突出的原告律师事务所发展出了一个资产组合模型。用这个资产组合模型，利润流量能做到非常可观——每年几百万美元，尽管什么时间个人可以被付清是不确定的。

通常，原告律师或律师团可以期望得到相当于回收价值的1/5~1/3的现金费用。在好的集体诉讼行动里，可以有几个原告律师发起，每一个代表一个公司。虽然全部报酬是以费用的形式支付，但最大的报酬是被公司选为首席律师。按1995年议会通过的在联邦范围使用的修改法案，代表最大署名原告的律师要被任命为首席律师。得到像机构股东（即原告）这样的客户对于律师而言非常重要，因为他们可以获得重要的地位。多数机构投资人可能对成为署名的原告不感兴趣，因为：第一，机构投资人不能控制事态而律师却能；第二，它不能付出巨额费用，仅愿意作为一个集体的成员按比例同其他成员一起参与价值回收。

几乎不言自明，如果控制集团或公司从事资产转换活动——并购、首次公开发行、私募发行，就会招致股东法律诉讼，当有操纵OPMI市场价格的迹象时也是如此。多数股东诉讼对象——管理层和外部董事都以“让我们避免被起诉”的原则为基础处理他们的事务，而“避免被起诉”在美国盛行集体诉讼的法律系统中几乎是不可能的，诉讼与这个国家同在。比较合适的原则应是“让我们避免被起诉成功”。

起诉使被告非常不舒服，档案不得不移交，还要宣誓作证。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旦被告建议进行即决审判没有被同意，多数诉讼就不愿上法庭而宁愿私下解决。如果实际中存在争论的问题，进行即决审判的建议就不会被同意。原告方律师在一个案子中喜欢花费大量时间，这样他们可以收取更多的费用。在最终结果出来之前原告律师团并不希望法律允许债务免除的判决早下来，因为如果没有花费足够的时间他们索取律师费用就很难。

许多被告并不怎么反对私下解决，打官司悬而未决的期间令人不舒服，虽然支出和花费是由保险公司和 D&O 保险单来负担。如果由法院来对被告进行判决可能情况就相反。

原告律师团严格地按照团体收费的原则工作，它的成员和其他按小时、官司输赢或提成赚钱的律师相比有相当不利之处。由公司、管理层、控制性股东和保险公司所雇用的被告律师是后者。在 1980 年以前，破产倒闭律师是差不多按第 X 章工作，他们收取的费用由法院依处理的结论而定。按照现代破产法第 11 章和第 7 章，在等待判决期间，法院指定所有律师的费用由债务公司来承担。

这本书从头到尾一直指出：所有金融关系都是利益冲突和一致的对立统一。在原告律师和他们代表的集团之间也是如此。在原告律师一方和被告律师以及被告一方之间，也存在着上述的对立统一。

原告律师和他的客户在如下方面有共同的利益：清算额越大或偿还额越大，双方获利也越大。律师和客户经常在如下方面有利益冲突：律师要使他们所获得的费用现值最大化，而这是以牺牲应当支付给客户的现值为前提的。这种情况特别适用于集团较大的时候，其中律师费用对于律师而言数额巨大，而支付给集团单个成员的偿还额却非常小。报酬的形式也可能产生冲突。律师以现金形式收取费用，原告可能用贴现息票的形式收取费用，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们购买公司的证券。资金经理经常不喜欢原告律师过多，但原告律师成员对冲突很清楚并且很多成员倒向利益所在的一方，为他们的费用而努力工作。集体诉讼及其有关行动的倡导者是亚伯拉罕·波梅兰茨（Abraham Pomerantz），他已经过世，曾和作者关系非常好。他职业的一生为客户集团花了大量时间，并不为了收取费用。

当一个案子被解决或判决，被告人获得了宣判结果，也即他们受判决结果保护，在同一个问题上不再被进一步起诉。因为诉讼非常普遍，被告人在早一点友好地解决问题上有共同的利益。实际上一些被告人甚至故意挑起通过法院判决对他们比较合理、有利的诉讼，这种情况下判决结论是重要的。

有必要理解 OPMI 股东有可能故意滥用个人诉讼法律系统中诉讼官司输者支付赢者的诉讼费用的法律权利，这就是所谓的英国系统。在英国系统中，OPMI 股东与内部人员相比有很大的不利之处，他们通常没有有效的针对管理层的失误和内部人行为过头的补救措施。显然，美国系统和英国系统都可能是被滥用了。 所有金融活动包括股东诉讼或没有诉讼的情况，不仅可能滥用而且将被滥用。

美国监管法规一个必要的部分是要求原告集团保持是一个私人公司。作为一个私人公司会比监管机构——总是武断宣称 OPMI 错误的证券交易委员会或州监管机构更有活力，有可能存在这样的事情。应当注意到美国程序的最终结果是在历史上美国有最好、最诚实和最有效的资本市场。外部被动少数派投资人在美国所受保护比起其他任何地方都好。也许原告集团是创造这种幸福环境的因素之一吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15.3 法律裁定经济学

对多数投资人而言，当有人不同意合并时所产生的法律裁定权利是一个有趣但又难懂的领域。然而，关心法律裁定权利怎样生效或失效是有好处的。

不像集体诉讼，法律裁定相对很少。当一个股东不同意一次使他被迫放弃所持有普通股的所有权的合并或类似的交易时，用法律裁定来寻求公平公正地持有股票的现金价值的权利就产生了。这种情况发生在投票表决之时，无论用代理机构还是一个各方都同意的程序。

使用法律裁定相对非常少见，因为没有一个完善的集体诉讼机制，而且很有可能在诉讼进行完毕后，持反对意见的股东要承担公司诉讼的花费。因为进行法律裁定的权利并不总是存在，也使得用法律裁定相对少见。例如，在特拉华州，如果持有反对意见的股东收到的报酬是在合法证券交易所挂牌交易的公司普通股，或是被 2 000 人或 2 000 人以上的股东所持有的一种股票，那么，就没有权利要求法律裁定。

反对行为会招致巨额的律师雇用费和专家雇用费的支出，除非反对者是一个很大的股东团体，并也已经得到超过合并报酬价值很多的溢价的承诺，完全反对事实上没有什么经济意义。

在所有的州里都有一种根深蒂固反对在合并报酬上有巨额溢价的成见，包括特拉华州。法院在寻求公平的价值过程中，倾向于极其重视合并之前 OPMI 市场价格，就如同重视可比较的 OPMI 价格一样。进一步讲，在特拉华州和其他州，反对者没有被授予向任何交易（即合并）本身索取价值的权利。另外，在许多法律裁定中存在一种很明确的观点，即反对者实际上只能得到不会多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于合并提议前在公开市场上出售普通股的价值。

对于收到合并报酬有巨额溢价的反对者，可能得较为简单地显示此种证据：即公司本可以以一个超过OPMI市场价格几倍的价格被出售或清算—这通常不是一件容易的事情。

一旦提出了反对，在法律裁定判决下达之前，反对者就几无宁日。他成为合并公司或合并公司分支机构的无担保的债权人，但多数属于“无根无眼”的那类无担保的债权人之一：

- 没有贷款文件存在；
- 不知道无担保债务的本金数量；
- 不知道应付无担保债务的利息数量，不管是以单利还是复利计算；
- 不知道到期日；
- 不存在保护性合同。

15.4 首次公开发行

如果不懂得私人公司价值与公开交易的普通股价格是不同的，或者不懂得由于在私人公司和公开经营公司使用不同的工具和变量（或同一变量有不同的权重），那么，就很难懂得首次公开发行（IPO）现象。换句话说，投资价值（公司使用均衡的分析方法得到的内在价值）同市场价值（在OPMI市场上普通股的交易价格）是不同的。

由于投资价值和市场价值的不同，“超级套利”就出现了。有很多时候公开市场的价格远远低于公司价值，这时，公司（特别是财务状况好的公司）就私自占有高于市场价格的溢价。由于存在的“拒鲨”对敌意接管限制的力量，减少了不确定性，多数交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易可能是善意的（如管理收购）。实际上，公众所有的股票都由内部人员购买。

而超级套利以另一种方式进行。有些时候，私人公司价值是支付给公开公司普通股价格的一定比例。在那种情况下，私人公司上市，或是通过公开发行公司普通股或其他证券作为购买报酬，或通过出售普通股给公众而得到现金。

在首次公开发行中，普通股理想中的理论定价机制包含两个部分：一个显示高价，另一个显示低价。首先，因为有两个原因使普通股的价格倾向于远远高于私人公司价值或投资价值。如果这样私人定价得不到，而内部人在公开公司中又得不到很多好处，内部人将可能打算保持私人公司状态。进一步说，如果公开市场价格低于投资价值，上市就很难卖出证券。OPMI 不会没有价格意识，舍弃熊掌而取鱼。例如，在 1998 年中期，半导体业的普通股价格相当不好，因为这个行业十分萧条。那么，任何新的半导体业进行首次公开发行的前景都不被看好，虽然那时一般行业的首次公开发行都很不错，尤其是互联网正如日中天，而半导体业却一片冰天雪地。

其次，一旦市场价值高于投资价值并且公司公开上市，那些使公司上市的金融界人士就加紧努力，以便使得发行价格对市场价格有折扣贴现。这是为了在公司已经公开发行后的后市上再发行新证券时，能有高于发行价格的溢价。

当然，在上述公司公开上市的条款中也有例外。例如，有时公司对于证券资本需求非常迫切，就以低于投资价值的市场价格公开上市发行。这些潜在的发行人是不太关注价格的。他们所关注的问题就是证券的发行，无论是普通股还是高息垃圾债券能否卖出。尽管如此，巨额套利的普遍存在还是有好处的，即使它无孔不入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首次公开发行繁荣和短暂繁荣一直循环不断。华尔街存在很强的动力来鼓励推动新的发行，它们需要喂饱金融界中巨大的销售机构。1975 年固定佣金制度结束以来这种趋势有增无减。在华尔街证券销售商眼中看来，首次公开发行有几点好处：

- 从差价中赚取巨额佣金，与二级交易市场上谈判后每股 2%~5% 的佣金相比，可达 10%~40%；
- 独自垄断地位；
- 销售容易。

巨额套利已经成为美国风险投资的上帝，其中超额利润的兴盛不衰是由通过处心积虑地发起首次公开发行而创造出价值的退出策略推动着。风险投资家努力创造每股 2~50 美分的高科技资产原始股组合，希望这些公司中有相当的一批公司以后在首次公开发行时普通股价格达到每股 8~12 美元。高科技原始股是 20 世纪 90 年代美国持续繁荣的推动力。随着普遍进行的首次公开发行，新的高科技行业成长起来，同时曾雇用很多科学家和工程师的国防工业和其他行业的大公司却日益衰落。而且，美国有一个惊人的大学教育系统，培训出了许多创办高科技企业的技术顶尖人才。

通过首次公开发行上市无论对于公司还是它的发行人来说都不是游戏的结束，而是一个光明前景的开始。通过炙手可热的首次公开发行来上市本质上意味着公司发行的新的普通股不仅是由原始的股东所持有了，而且将卖给广大的公众，不管是管理层还是风险投资家。多数情况下，实际上内部人员会意识到通过首次公开发行给他们创造出高于纸面价值的价值，这样公司就必须在实际中表现好，虽然并不总是这样，但正常情况如此。通常，内部人持有非常多的普通股，他们希望按照 1933 年证券法第 144 条出售规定在公开市场上卖出股票而获得巨额利润。如果一家公司表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现不好，第二次公开上市发行或出售公司通常就是很困难的了。

公开上市使得公司一条腿迈进了盈利的大门。首先，也可能最为重要的是，首次公开发行使得公司财务状况得到改善，首次公开发行的净剩资金成为了公司的财富。其次，公司得到公开上市的许可，也许就有声誉很高的投资银行来支持，如美林和Raymond James。新发现的朋友，无论是银行还是股东都会对公司有好处。

如大型的共同基金这样的机构投资人在首次公开发行能否顺利出售中作用很大。典型的推销是努力让机构投资人构成一个“坚固的圈子”，以确保这些机构购买股票并保证首次发行成功。对机构推销包括准备机构投资人中的分析家将研究的文件，加上步骤，或者与机构进行成组和一对一的会晤。

15.5 杠杆收购、管理收购、私募和股票回购

杠杆收购、管理收购、私募和股票回购之间的共同因素是它们都从OPMI手中购买普通股。多数此类交易涉及现金的使用，也涉及其他考虑：债务、优先股、其他发行人的净股息。当目标公司的资产全部被用于批量购买，或用目标公司的资产去融资进行批量购买时，杠杆收购和管理收购就私下进行。从OPMI手中购买普通股分为自愿性购买和强制性购买。当OPMI股东被迫放弃他们的头寸时就是强制性购买。有两类强制性购买：

- 使用代理机构，其必需的票数限制了所有股东介入；
- 作为一个公开公司在内部获得投票。

管理收购和内部引导的私下交易引起许多概念性问题，购买者是对OPMI卖者承担义务的一个内部人、受托人或准受托人。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，买者有义务对卖者公平。正如前几章所指出的那样，“公平”通常必须包括一个较大的价格范围。

在多数私募交易场合，公平交易从投资银行家那里得到。这些公平交易与客观标准并不相称，不像审计必须与 GAAP 相符。投资银行当然是受雇于能控制时间表并确立购买条件的买者。多数投资银行努力公正地工作，但它们的分析总是有固定的模式，重点只是放在交易价格对 OPMI 市场价格的溢价上。经常在有关公平交易的结论中过度地关注了买者的利益。OPMI 无法控制进程，他们能做的就是一次投票。

私募交易时，实际上不存在买卖双方都自愿、正常、也不被强迫的情况。相反，存在的是自愿的买者强迫不自愿的卖者的情况，买者比起卖者更有利一些。公平交易显示为价格或其他条件——这是营造出一个虚假的双方都自愿的环境，法院并不这么简单地看问题。对 OPMI 市场的溢价才有可能使 OPMI 自愿卖出证券。

在美国，通过管理收购的私募交易自动导致集体诉讼，多数此类诉讼会得到解决。我相信许多买者是欢迎这类诉讼的，因为仅比购买价格略高一些就能得到判决。尽管有这些概念问题，阻止管理收购和私募交易不是 OPMI 的利益所在。通常，管理收购和私募交易是得到超过 OPMI 市场价格的溢价的主要来源。

15.6 红利和股票回购

假定一个公司优先选择使用现金扩张它的盈利性资产基础，并且公司仅存在并不很确定的资本市场途径去出售新发行的普通股，如果公司保留现金而不是分给股东，那么，从长期角度看还是富于盈利性的。对成长的公司而言，给股东分配现金是很好的现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用方法，但通常不是最好的。IBM、施乐、英特尔和微软在它们的早期给公司再注入现金，而不是分配给股东，此种方式非常富于盈利性。

一旦做出给股东分配现金的决定，就有两种方式：分红和股票回购。

分红的特点如下：

- 分红是强制性的，每个股东都得接受现金支付；
- 分红给多数接受人提供了普通利润；
- 对于分红，给股东提供 70% 排外责任条款的公司是合格的公司；
- 许多 OPMI 股东喜欢分红。格雷厄姆和多德就热衷于分红；
- 分红可以改善进入资本市场的机会，特别改善那些公司相对需要经常从外部股票进入普通股市场的机会，需要从外部资本市场经常融资的公司有电信、财务公司、房地产投资信托；
- 股东收到现金并不放弃任何所有者利益。

股票回购的特点如下：短期看，带来一个股票收购集团；长期看，多数公司认为股票回购比起分红是现金资金更高级的运用方式。

对多数公司而言，股票回购比起分红是现金更高级的运用方式，其好处在笔者于 1985 年 3 月写给 GATX 公司首席执行官的信中（见附录）有所论述。当时，笔者是 GATX 公司董事会成员之一。GATX 公司并未接受我的建议，但这封信对给股东分红和股票回购之长期影响做了深入分析。因此，这封信原封不动地收录在附录中。

无论采取何种形式给股东分配现金，一般总要受到融资发行能力的限制。当公司融资困难甚至面临破产时，债权人会阻止以任何方式分配巨额现金给股东的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 15A

M.J.WHITMAN&CO..INC.

171 MADISON AVENUE

SUITE 1600

NEW YORK.N.Y. 10016

212.889.5150

March 29, 1985

Mr. James J.Glasser

chairman of the Board

GATX Corporation

120 South Riverside Plaza

Chicago, Illinois 60606

回购 GATX 公司普通股的长期计划

吉姆：

正如你所知道那样，我认为，如果 GATX 公司有时候从事所面临的回购普通股的机会，无论对公司还是对股东来说，从长期来看都是利润丰厚的。这些收购可以在公开市场上、私下交易或者通过收购来进行。

不管假设未来商业情况具有高度周期性还是处于萧条，一个完善且可合理执行的回购计划很可能使 GATX 的股票增长。因为回购将减少或者消除管理部门和公司满足实际上“固定费用”的现金流动性负担，而且有规律的季度红利代表了这些现金形式，因此对于公司而言，这也是极其有益的

通过观察 GATX 在 1975~1984 年期间 10 年的实际经历（对公司整个来说有点萧条）以及在假设下面情况下，通过比较 10 年中 GATX 的估计的经历，就会看出我所强调的观点是显而易见的：

a) 普通股的年红利每年仅仅是 1.2 美元，这个 1.2 美元支付与实际红利支付的差被用来回购每一年的普通股，不过是以 GATX 普通股交易那年的平均价格进行的；

b) 普通股不支付红利，所有的现金储蓄用来回购每年的普通股，也是以 GATX 普通股交易那年的平均价格进行交易

无论交易量和交易结果是否影响买进计划，事实上，都可能有交易利润，这是因为每个季度无需支付专门的现金红利而导致财务灵活性的增强。例如，在 1983 年的下降趋势下，在将红利从 2.4 美元削减到 1.2 美元之前，无需遭受良心上的折磨 而且，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于在公司内是保留现金还是利用现金回购股票都将是管理上的理性决策的结果。当然，如果管理上感觉在公司内还能较充分地利用现金，或者如果普通股的价格相对来说不是萧条的话，回购很可能是不会发生的。

表 A

1975~1984 年间三个计划的结果——实际红利、1.2 美元红利和无红利，都由 5 个因素测量：

1) 1975~1984 年间每股的利润；
2) 1975~1984 年间每股税前利润；
3) 1975~1984 年间每股的净资产值；
4) 1975~1984 年间每股净资产加上延期的税收；
5) 1985 年总红利状况。

简言之，对每一种计划所获得相关结果都显示在下面的表 15A-1~ 表 15A-3 中：

	实际红利（美元）	1.2 美元红利（美元）	无红利（美元）
1984 年每股利润	2.37	3.43	6.28
1984 年每股税前利润	4.40	6.37	11.66
1984 年 12 月 31 日每股净资产值	30.35	46.71	85.49
每股净资产加上 1984 年 12 月 31 日延期的税收	61.90	89.58	163.96
1985 年总红利状况（包括普通股等价值）	16 900 000	11 600 000	0

当我和你，还有沃伦，一起吃午饭的时候，你说过，如果利润上涨，你相信红利上涨将会到来，因为那正是股东选举人想要的东西。我不同意这种观点。我认为，到目前为止，与 GATX 相关的股东选举人将追求总利润最大化而不是红利收入最大化。只有长期投资者追求稳定，就上升红利收入而言，这些人的投资方向是诸如美国普通股和联邦爱迪生普通股，而不是 GATX 普通股。在给定 GATX 商业和股东的性质—高度周期性的情况下，重要的子公司是现金流动性公司；常规证券的分析家发现很难理解这类公司。我坚信，通过定期购进普通股而不是支付红利方式会使那些寻求总利润的股东能够更好地被在股东之间进行现金分配这种形式所吸引。

很显然，我的统计资料有一些错误。首先，从运行角度看，1985~1994 年间应该比 1975~1984 年间有更大的繁荣（谁能肯定如此吗？）。其次，如果每股增长正如我所假设的那样，那么回购价格从资料上看就会大于我所使用的平均价格（每年高和低价格之间的平均数）。如果最近 10 年在运行上比上 10 年更好，而且或者股票价格在未来比过去都高很多，我的担心就都是杞人忧天了。

从富有意义的经济学角度看，我认为这些长期回购交易应作为扩大的杠杆收购，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或仍更好地作为管理收购，这样，本金利润属于长期股东自己，而且公司的财务头寸从来不会处于险境之中，反而还会增多。

如果你喜欢，接受回购普通股的长期计划，那么管理部门有可能考虑将下面的方法之一推荐给董事会：

1) 如果管理部门认为某一价格有吸引力还能买到的话，由董事会作出所谓 23（c）声明以便在公开市场或私下交易中不时地收购 X 数量的普通股；

2) 当宣布公司正在从事如上所述 23(c) 计划时，在可预测未来内将所有的普通股红利取消。与这个声明相关的是，GATX 也将声明和落实一个 13e4 自我发盘，在这种条件下，公司如果以每股 37.50~40 美元花费 4 000 万 ~5 000 万美元收购普通股，它将成为抵消那些红利股东的失望或者被每天股票价格波动所带来的失望的一种工具。我认为，回购支出如果是 5 000 万美元不会使 GATX 强的金融头寸陷入困境，特别是，在给定目前的 1.2 美元红利情况下，普通股红利的取消额合计为每年大约 1 600 万美元，这形成鲜明的对照。

仅仅就是那样，倘若管理部门解释得很好，不论管理部门是否落实相对冒险的回购计划，那么我的猜测是管理部门将从金融界那里得到更好的成绩。我唯一期望的就是你要好好解释这个计划。

如果 GATX 承担冒险回购计划的话，它还远远不是一个先驱者。我、你和约翰曾经探讨过由 Crown Cork &Seal、Tandy 和 Teledyne 公司所实现的长期的结果，它们都回购股票而不是支付红利。所有的发行者在过去的 10 年中都经历过操作上的困难时期，但是，它们所报告的结果与 GATX 比较如下：

发行者	每股利润（美元）		每股净资产值（美元）	
	1984	1975	1984	1975
GATX	2.37	3.47	30.35 (A)	32.22
Crown Cork &Seal	4.98	2.43	40.61 (B)	14.32
Tandy	2.75	0.25	10.64 (A)	1.33
Teledyne	20.61	2.57	123.36(B)	9.57

(A) 不包括子公司的普通股的超额分配值。

(B) 10 年指到 1983 年 12 月 31 日。

如果你认为我的建议有帮助的话，我会高兴与你和管理部门的其他成员详细探讨回购计划的正反两面的理由。

谨致问候。

马丁 J. 惠特曼，注册会计师

总裁

MJW：mh

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表15A-1 GATX 1975~1984年数据（实际数）

结束年份	在外普通股票平均数（千美元）	每股分红	普通股分红近似数（千美元）	净收入（千美元）	税前净收入（千美元）	普通股票的净资产价值（千美元）	再加上延期税收的普通股票净资产价值[1]（美元）	每股数据 净收入（美元）	每股数据 税前净收入（美元）	每股数据 净资产价值（美元）	每股数据 加上延期税收的净资产价值（美元）	普通股票交易价格范围（美元）	普通股票平均价格（美元）
1974/12/31	13 335	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1975/12/31	13 508	1.80	24 300	40 900	73 800	429 800	609 900	3.25	5.46	32.22	45.15	35~24	29.5
1976/12/31	13 508	1.80	24 300	28 900	64 000	440 800	654 800	2.13	4.74	32.83	48.47	35~25	30
1977/12/31	11 960	1.80	21 500	(7 000)	30 300	401 700	646 500	(0.58)	2.53	30.60	54.06	34~24	29
1978/12/31	13 516	1.80	24 300	59 600	92 900	440 900	785 100	4.62	6.87	33.71	58.09	32~22	27
1979/12/31	13 535	1.00	17 000	70 100	116 700	487 000	843 100	5.39	8.62	37.57	62.29	46~24	40
1980/12/31	13 573	2.20	29 900	64 800	121 800	523 400	921 800	4.97	8.97	40.75	67.91	44~25	34.5
1981/12/31	13 600	2.40	32 600	67 900	118 100	555 400	993 700	5.16	8.68	43.74	73.07	41~30	35.5
1982/12/31	13 166	2.40	31 600	29 400	51 100	486 300	949 500	2.40	3.88	39.48	72.12	33~20	26.5
1983/12/31	11 956	1.10	25 100	(90 800)	(33 800)	442 500	839 300	(7.84)	(2.83)	29.41	70.20	37~25	31
1984/12/31	14 084	1.20	16 900	33 400	62 000	454 600	871 800	2.37	4.40	30.35	61.90	34-26	30
1985/12/31			16 900[2]										

① 按账面价值的记载。

② 以每股1.20美元分红需要量包括相应的普通股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表15A-2 GATX 1975~1984年数据

发生年份	开始阶段在外股票数（千美元）	以1.2美元分红需要量（千美元）	实际分红数（千美元）	差额（千美元）	普通股票平均价格	购买股票数量（千美元）	期间在外平均股票数（千美元）	每股数据 净收入（美元）	税前净收入（美元）	净资产价值（美元）	加上延期税收净资产价值（美元）
1975	13 335	16 200	24 300	8 100	29.5	275	13 198	3.10	5.59	32.57	46.21
1976	13 060	15 700	24 300	8 600	30	287	12 917	2.23	4.95	34.12	50.69
1977	12 773	15 300	21 500	6 200	29	214	12 666	亏损	2.39	31.71	51.04
1978	12 559	15 100	24 300	9 200	27	341	12 389	4.81	7.50	35.58	63.37
1979	12 218	14 700	27 000	12 300	40	308	12 064	5.81	9.67	40.36	69.89
1980	11 910	14 300	29 900	15 600	34.5	452	11 684	5.54	10.42	44.80	78.89
1981	11 458	13 800	32 600	18 800	35.5	530	11 193	6.06	10.55	49.62	88.77
1982	10 928	13 100	31 600	18 500	26.5	698	10 579	2.78	4.83	45.97	89.75
1983	10 230	12 300	25 100	12 800	31	413	10 024	亏损	亏损	44.14	83.73
1984	9 817	11 800	16 900	5 100	30	170	9 732	3.43	6.37	46.71	89.58
1985	9 647	11 600	16 900	5 300							

注：编制每股数据事前假定：①每年每股一直是分红1.20美元；②1.20美元分红和实际分红的差额用于以平均交易价格购买普通股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表15A-3 GATX 1975~1984年数据

发生年份	开始阶段在外股票数（千美元）	实际分红数（千美元）	普通股票平均价格	购买股票数量（千美元）	期间在外平均股票数（千美元）	每股数据			
						净收入（美元）	税前净收入（美元）	净资产价值（美元）	净资产价值加延期税收（美元）
1975	13 335	24 300	29.5	824	12 923	3.16	5.71	33.26	47.19
1976	12 511	24 300	30	810	12 106	2.38	5.28	36.41	54.09
1977	11 701	21 500	29	741	11 331	亏损	2.67	35.45	57.06
1978	10 960	24 300	27	900	10 510	5.67	8.84	41.95	74.70
1979	10 060	27 000	40	675	9 723	7.21	12.00	50.09	86.71
1980	9 385	29 900	34.5	867	8 952	7.24	13.61	58.47	102.97
1981	8 518	32 600	35.5	918	8 059	8.42	14.65	68.92	123.30
1982	7 600	31 600	26.5	1 192	7 000	4.20	7.30	69.43	135.57
1983	6 408	25 100	31	810	6 003	亏损	亏损	73.71	139.81
1984	5 598	16 900	30	563	5 317	6.28	11.66	85.49	163.96
1985	5 035								

注：编制每股数据事前假定：①没有分红；②没有分红的储蓄用于以平均交易价格购买普通股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结束语

对“价值投资”的评价

靠着他们所掌握的，他们了解了一切。

显然，价值投资并不是对每个人都适用的。对那些在相对关键时期做相对关键性操作的风险投机者来说就是例外。价值投资也对那些总试图预测短期股票价格、短期证券市场或商品市场走势的人没有用，价值投资对非投机性的短期卖方、有金融理论基础的股票市场技术分析师，以及工作和报酬都依赖于一种或类似一组指数的巨大变动的现金管理者也没有特别用途。

大部分投资人，无论是私人公司、控股人还是消极投资人都试图积累长期财富，价值投资的主要原则是做理所当然的事，例如私人公司的人和大多控股投资人，或是一种更悠闲甚至可能是运用长期消极投资资金的获利方法。

价值投资有许多好处。它比其他投资技术分析要简单：所有价值投资人做的就是对一个公司潜在的价值和可能的动态做出判断。相反，对使用其他方法的人，这些方法不过是决定什么时候卖出一种证券的必备条件。这些分析家使用另外一些与公司潜在价值包括短期收入预测、预期分红、一般市场预测、特定的指数预测、技术图形分析、内部买卖、公共机构买卖、经纪人推荐无关的方法。价值投资人十分重视这些要素，对其中许多预测一般市场前景或投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人心理的要素考虑可能不会判断准确，笔者认为这是事实。

价值投资是对严肃的消极投资人获得不是发起人报酬的最多财富可能性进行判断。

对那些使用价值投资方法的公司的投资人来说，他们一般更悠闲一些。因为这些公司资产的质量很高（即资产负债表现金过剩或权益明显可靠），他们有必要的资金，有效管理，扩张融资渠道，给股东大量的现金分配，并购好公司和好的资产，在补贴价格下被购买，尤其是在严重的不可预先知道的经济衰退之时获得生存。

价值投资平衡的方法和行为是华尔街控制投资方法之外的一股新鲜血液。在华尔街股票市场上进行判断，很少使用平衡的方法。相当程度上，把未来资金流量、收入或现金流量以及资产负债表上因素合理的盈余看成首要的。控股人和私人公司经常仅仅在利用金融组织中证券分析和金融理论分析大的形势时才改变他们关注未来流量的做法。因为价值投资是主流，价值投资人将会更好地理解各种金融现象，包括亚洲金融危机或俄罗斯的经济衰退。

价值投资相对来说竞争性小一些。有成千上万的非常聪明的分析家把精力集中在短期展望和试图使彼此表现超过对方。价值投资人则悠然于局外。

价值投资人的目的是获取长期让人满意的利润而不是总是或几乎总是要压倒对手。价值投资也考虑表现，但重要性不是百分之百。虽然价值投资忽略个人证券安全的市场风险，他们考虑的实际上是整个资产组合的风险。

如果资产组合总的表现在一定时期是不好的，例如一年左右，那么价值投资人就可能认为原来对组合证券资产的基本分析是糟糕的。在此种情况下，价值分析人可能丢掉饭碗，他应重新研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以前所做的。

价值投资人不过度极端地考虑问题。他们知道没有十全十美的投资。他们宁可估计出特定投资的问题所在而在这种问题看起来并不会戛然而止而继续进行投资。

观察表现好的证券时，价值投资人一般会遇到如下一些问题：

- 短期形势不好；
- 行业萧条、人气不旺；
- 管理层保守缺乏进取心；
- 现在关注的事情可能不是资产转换关注的事情，例如，目前生效的贷款资产组合；
- 过去市场表现良好可能意味现在投资缺乏好机会；
- 增长势头强导致平均利润低。

绝大多数情况下增长的最有力证据并不在过去的增长记录中，而在于高质量的分析，包括管理的主观评价和公司目前操作不好的长期结果。

大量资源，用字面上来衡量的价值，也许意味着大量潜在的利润或额外支出，或两者兼而有之。

比起其他投资人，价值投资人发生灾难的可能性要小。首先，价值投资人比起增长的投资人不太可能成为诈骗的对象。其次，价值投资人也不会持有过多的杠杆融资，像1998年长期资本管理公司那样，同样就不会遭受其受损的命运。长期资本管理公司的市场判断过于重视数量的技术分析而不是质量分析。

价值投资的一个潜在假设是投资者了解市场以外的信息。不是任何人都能如本杰明·格雷厄姆般对市场完全通晓和精通，市场不是一个人的，一个不冷静的投资人却常常为了公司股票的利益喊出各种价格，这一点笔者不敢苟同。为某个人的目的而知道市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐阅读

序号	书号	书名	[illegible]	[illegible]
1	30250	江恩华尔街45年（珍藏版）	（美）威廉 D. 江恩	36.00
2	30248	如何从商品期货贸易中获利（珍藏版）	（美）威廉 D. 江恩	58.00
3	30247	漫步华尔街（原书第9版）（珍藏版）	（美）伯顿 G. 马尔基尔	48.00
4	30244	股市晴雨表（珍藏版）	（美）威廉·彼得·汉密尔顿	38.00
5	30251	以交易为生（珍藏版）	（美） 亚历山大·埃尔德	36.00
6	30246	专业投机原理（珍藏版）	（美）维克·托斯波朗迪	68.00
7	30242	与天为敌：风险探索传奇（珍藏版）	（美）彼得 L. 伯恩斯坦	45.00
8	30243	投机与骗局（珍藏版）	（美）马丁 S. 弗里德森	36.00
9	30245	客户的游艇在哪里（珍藏版）	（美）小弗雷德·施韦德	25.00
10	30249	彼得·林奇的成功投资（珍藏版）	（美）彼得·林奇	38.00
11	30252	战胜华尔街（珍藏版）	（美）彼得·林奇	48.00
12	30604	投资新革命（珍藏版）	（美）彼得 L. 伯恩斯坦	36.00
13	30632	投资者的未来（珍藏版）	（美）杰里米 J.西格尔	42.00
14	30633	超级金钱（珍藏版）	（美）亚当·史密斯	36.00
15	30630	华尔街50年（珍藏版）	（美）亨利·克卢斯	38.00
16	30631	短线交易秘诀（珍藏版）	（美）拉里·威廉斯	38.00
17	30629	股市心理博弈（原书第2版）（珍藏版）	（美）约翰·迈吉	58.00
18	30835	赢得输家的游戏（原书第5版）	（美）查尔斯 D. 埃利斯	36.00
19	30978	恐慌与机会	（美）史蒂芬·韦恩斯	36.00
20	30606	股市趋势技术分析（原书第9版）（珍藏版）	（美）罗伯特 D. 爱德华兹	78.00
21	31016	艾略特波浪理论:市场行为的关键（珍藏版）	（美）小罗伯特 R. 普莱切特	38.00
22	31377	解读华尔街（原书第5版）	（美） 杰弗里 B. 利特尔	48.00
23	30635	蜡烛图方法：从入门到精通（珍藏版）	（美）史蒂芬 W. 比加洛	32.00
24	29194	期权投资策略（原书第4版）	（美）劳伦斯 G. 麦克米伦	128.00
25	30628	通向财务自由之路（珍藏版）	（美） 范 K. 撒普	48.00
26	32473	向最伟大的股票作手学习	（美）约翰·波伊克	36.00
27	32872	向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资	（美） 劳伦斯 A. 坎宁安	38.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Longleaf Partners

Mutual Series

Oakmark Funds

Sequoia Fund

Sogen Funds

Third Avenue Funds

Tweedy Browne Funds

投资中介类：

Baupost Group，Inc.

Chieftain Capital

Peter Cundill & Associates

Delafield Asset Management

Kahn Brothers Investment Management

Ruane，Cunniff And Co.

Walter & Edwin Schloss Associates

MJ Whitman Advisers

为了成为成功的消极投资人你不必非得到投机市场上去。知道与你有关联的公司的许多信息、它们发行股票的情况以及目前价格态势就足够了。在最终的分析结论中，考虑的是主街而不是华尔街。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动荡市场之中每个投资者的必读书。

——杰弗里 E. 加滕 (Jeffrey E. Garten)
耶鲁大学管理学院院长

一本优秀的投资读物！更重要的是，这本书为我们揭示了华尔街是如何运作的。

——尤金 M. 伊森伯格 (Eugene M. Isenberg)
Nabors Industries公司主席

如果你是一位理性、自律的投资者，追求一种相对低风险并有长期复利回报的投资方法，本书就是你的必读之书。

——O. 梅森 · 霍金斯 (O. Mason Hawkins)
东南（Southeastern）资产管理公司主席
长叶合伙人（The Longleaf Partners）基金CEO

作者多年成功基金管理者的智慧以及在耶鲁大学执教金融学的经验，都汇聚在本书中，使我们得以分享一位实战经验丰富且睿智严谨的价值投资大师具有开创性的投资理念。

——威廉 J. 鲍莫尔 (William J. Baumol)
纽约大学C.V. Starr应用经济学中心主任和教授，普林斯顿大学名誉教授

Value Investing

马丁 · 惠特曼是一位真正的大师，他的经验和智慧就像一座宝库，可以教会你如何像企业所有者一样思考和投资。

——Papkens Der Torossian
Silicon Valley集团公司主席和CEO

马丁 · 惠特曼凭借他不可思议的直觉和洞察力选择股票和债券。他的书太有价值了，读者将从他几十年的经验和智慧中获益匪浅。

——米尔顿 · 库珀 (Milton Cooper)
Kimco Realty公司主席



WILEY
www.wiley.com



收藏性：★★★★★
实战性：★★★★★
专业性：★★★★★

阅读提示
入门 进阶 专业

客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259
投稿热线：(010) 88379007
数字阅读：www.hzmedia.com.cn
华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com
上架指导：证券/投资/股票
ISBN 978-7-111-44062-8



定价：49.00元